全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

行为金融的心理战术
逆向投资策略的里程碑

逆向投资策略

Contrarian Investment Strategies
the psychological edge

（原书第4版）

华 章 经 典 · 金 融 投 资

经典著作
全新版

David Dreman

〔美〕大卫·德雷曼 著
郑磊 等译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

逆向投资策略／（美）德雷曼（Dreman，D.）著；郑磊等译．—北京：机械工业出版社，2013.3
（华章经典·金融投资）
书名原文：Contrarian Investment Strategies：The Psychological Edge

ISBN 978-7-111-41474-2

Ⅰ．逆…　Ⅱ．①德…　②郑…　Ⅲ．投资风险－研究　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2013）第032853号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2012-7803

Contrarian Investment Strategies：The Psychological Edge.

Copyright © 1998，2011 by David Dreman.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2013 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means，electronic or mechanical，including photocopying，recording or any information storage and retrieval system，without permission，in writing，from the publisher.

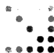
All rights reserved.

本书中文简体字版由David Dreman通过Andrew Nurnberg Associates International Ltd.授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：左　萌　　版式设计：刘永青
三河市杨庄长鸣印刷装订厂印刷
2013年4月第1版第1次印刷
170mm×242mm·23.75印张
标准书号：ISBN 978-7-111-41474-2
定　　价：59.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261　88361066　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294　88379649　68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序一

Foreword

请与投资思想家大卫·德雷曼同行

龙去蛇来，万象更新！辞旧迎新之际，郑博士又将全球“逆向投资之父”大卫·德雷曼（David Dreman）的传世经典之作——《逆向投资策略》的第4版译成了中文，“泊”来中国。无疑，这是郑博士献给中国投资者的一份最好的新年礼物。

之所以将这份礼物称之为“最好”，就在于投资者可以从书中找寻到不确定的投资市场上藏着的那粒确定的思想种子：一颗总会生根发芽，释放光芒，并且内含赢的秘密的种子。

需要提醒的是，这粒思想种子，是大卫·德雷曼系统地总结自己50多年征战华尔街的经验与教训的结晶，由34则浓缩而成的具体的心理学指导原则构成。

谈到投资者的心理和行为，大家自然会想到“市场先生”。这个源起于证券分析之父本杰明·格雷厄姆的寓言故事，对后世的投资行为带来了明显的正能量与好声音。股神沃伦·巴菲特对此也说过，“为了使自己的情绪与股票市场隔离开来，总是将‘市场先生’这则寓言故事谨记在心。”

格雷厄姆认为，市场先生有个可爱的特点，即他不介意被人冷落，如果市场先生所说的话被人忽略了，他明天还会回来并同时提出新报价。市场先生对我们有用的是他口袋中的报价，而不是他的智慧，如果市场先生看起来不太正常，你就可以忽视他或者利用他这个弱点。但如果你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全被他控制则后果将不堪设想。其实，一定程度上，德雷曼在书中讲的就是如何让投资者不被“市场先生”所控制，尤其是不被市场先生的情绪所误导并做出非理性的投资决策。正因如此，德雷曼提醒投资者：股市通常是在投资者情绪驱动下，出现价格脱离内在价值的情况。他接着说，如果想战胜市场，最好的办法就是坚持逆向投资原则，也就是说，要利用其他投资者的错误来寻找利润点，寻找那些被低估的股票，同时回避那些被高估的股票。被低估的股票价值终将被市场所发现，而被高估的股票价格也终将实现其价值的回归。

在许多人看来，所谓“逆向投资”就是和多数人的投资行为相反的“高见”。假如按此理解德雷曼的逆向投资原则，那就大谬了。事实上，德雷曼以行为金融学为基础，即投资心理学作为“逆向投资”的理论武器，动用了作者及其他人几十年来的经验数据、成功心得和失败教训，逐条反驳了时下仍长期占据市场主导地位的“效率市场理论”的每个假设，最终得出属于作者自己的独特的投资心理学指导原则。不仅如此，理论研究之后，作者还通过大样本统计检验配上自己的投资实证研究，从而在前人的基础之上，完善与发展了实践与实战性很强的“逆向投资体系”。

被低估的股票价值终将被市场发现，而被高估的股票价格也终将实现其价值的回归。这一结论，在中国股市同样适用。在去冬今春的跨年度行情中，以银行股为首的大盘蓝筹股价值的回归与以中小板、创业板为首的小盘高估值股票价值的回归，就是最好的证明。

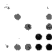
实战中，我们常常感叹，即使我们有了最优的资金管理、好的交易方法，但是由于贪婪与恐惧，欲望与痛苦，又让我们偏离了走向成功的道路。因此，情绪与心理的管理，对于成功交易亦举足轻重。令人高兴的是，德雷曼在其《逆向投资策略》第4版中，进一步完善了自己所提出的一系列新的投资范式，对股市投资中的情感理论与神经经济学也作了专门的讨论。其中所内含的赢的秘密之养料值得大家汲取。愿广大投资者在成功之路上与大卫·德雷曼一路同行！是为序！

经济日报（集团）社高级编辑

证券日报社资深副总编辑　马方业

2013年2月于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序二
Foreword

另辟蹊径的金融投资理论探索

浓缩了半个多世纪的华尔街征战经验

摆在读者面前的这本书是全球“逆向投资之父”大卫·德雷曼（David Dreman）的传世经典之作——《逆向投资策略》的第4版。这部著作问世于1979年，早已风靡全世界，至今仍被不少人奉为必读的投资圣经。然而，多数中国人却对其知之寥寥。

自2008年美国爆发金融危机以来，全球资本市场跌宕起伏，越加波诡云谲，投资者蒙受了巨大损失，以理性预期、风险回避和效用最大化等假设为前提的新古典金融理论再次遭到现实的无情打击。大卫·德雷曼不顾自己正近耄耋之年，决定系统地总结自己半个多世纪征战华尔街的经验，对这部享誉全球的行为金融学名著做一次彻底修订。

趁着英文版新书墨迹未干，学贯中西、久经沙场、极富历史责任感的金融投资专家郑磊博士等译者日夜奋战，将书稿翻译成中文，交由机械工业出版社出版。龙年已去，蛇年刚至，中国A股市场也经历了一波久违了的小牛行情。然而，对于广大中国证券投资者而言，最好的新年礼物莫过于这本《逆向投资策略》了。他们邀我为新书作序，而我资历尚浅，又不是什么学界泰斗或德高望重之人，实乃我三生之幸，当然也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个挑战。

大卫·德雷曼是美国德雷曼价值管理公司的主席和首席执行官。他的这部名著得到了“股神”沃伦·巴菲特的褒奖，被称为“非常罕见，是一部非常具有可读性与实用性的书，初学者和专业人士都能从中受益”。德雷曼毫不吝啬地传授自己的投资感悟，他担任《福布斯》专栏作家已达 30 年之久，他关于投资方法的文章经常见于《机构投资者》《华尔街日报》等主流媒体。因此，他也会一直受到学术界和业内人士的批评，甚至还有尖刻的人身攻击。

闯荡华尔街 50 多年，德雷曼并非一帆风顺。1969 年，他还只是一个初级分析师，德雷曼追随市场热点、买入股价扶摇直上的垃圾股票，结果蒙受了 75% 的巨额损失。这次挫折没有让他一蹶不振。此后，德雷曼对投资者的心理和行为的分析与研究产生了浓厚兴趣。他认为，股市通常在投资者情绪驱动下表现出价格脱离内在价值，若要战胜市场，最好的办法就是坚持逆向投资原则，即利用其他投资者的错误来寻找利润点，寻找那些因不被投资者关注而低估的股票，同时回避那些因被投资者追捧而高估的股票。他相信，低估的股票其价值终将被市场发现，而高估的股票价格也终将出现价值的回归。

1979 年，德雷曼的《逆向投资策略》问世了。他告诉投资者：“现在股市正处于历史低位，应当买入。”在当时这是一个非常大胆的看法，此前美国股市已经持续低迷 15 年。后来，德雷曼的观点被证明是正确的。自 1982 年起，美国股票市场开始反弹，一直持续到 2000 年，创下了美国有史以来最长的牛市行情。在这本第 4 版的《逆向投资策略》里，德雷曼进一步完善了他提出的一系列新的投资范式，对股市中的情感理论和神经经济学进行了专门讨论。

敢于和主流金融理论分庭抗礼

现代金融理论诞生于 20 世纪 50 年代。最初，由冯·纽曼和摩根斯坦从个体一系列严格的公理化理性偏好假设出发，运用逻辑和数学工具，发展了期望效用函数理论。阿罗和德布鲁将其吸收进瓦尔拉斯均衡的框架中，成为处理不确定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策问题的分析范式，进而构建了现代微观经济学并由此展开包括宏观、金融、计量等在内的宏伟而又优美的理论大厦。这个范式成为西方主流金融学分析理性人决策的基础。

1952 年，马科维茨发表了一篇划时代的论文："证券组合选择"，它标志着现代金融学的诞生。有趣的是，这篇博士论文遭到了货币主义大师弗里德曼的否定，马科维茨差一点未能拿到芝加哥大学经济学博士学位。此后，莫迪利亚尼和米勒建立了 MM 定理，开创了公司金融学。20 世纪 60 年代，夏普和林特纳等建立并扩展了资本资产定价模型（CAPM）。70 年代，罗斯基于无套利原理建立了更具一般性的套利定价理论（APT），法玛对有效市场假说（EMH）进行了正式表述，布莱克、斯科尔斯和默顿（Merton）建立了期权定价模型（OPM）。至此，现代金融学成为一门逻辑严密、具有统一分析框架的学科。

然而，这一貌似严密的金融理论遭到了来自现实世界和学术界的双重挑战。在股市里，往往"涨要涨过分，跌要跌过头"。有的时候，同样一只股票，不久前是万众追捧，现在却遭人唾弃，而其股票基本面并未出现大的变化。投资者常常困惑不解，有效市场理论解释不了这个现象。商学院课堂里讲授的主流金融理论，根本无法指导证券市场的实践。具有讽刺意味的是，一些教授也不相信自己传授给学生的这些理论。与此同时，法玛开始放弃以 β 系数为核心的 CAPM 理论，并于 1992 年转向三因素模型，而其他人则给出了多因素模型来展示风险与回报的相关性。

1979 年，美国心理学家丹尼尔·卡尼曼等人发表了题为《期望理论：风险状态下的决策分析》的论文，建立了人类风险决策过程的心理学理论，成为行为金融学发展史上的里程碑。行为金融学是金融学、心理学、社会学等有机结合的交叉学科，力图揭示金融市场非理性行为和决策规律。该理论认为，股票价格并非只由企业内在价值所决定，在很大程度上还受到投资者主体行为影响。2002 年瑞典皇家科学院授予了丹尼尔·卡尼曼等人诺贝尔经济学奖。

德雷曼是行为金融学的信徒。在《逆向投资策略》中，他对主流金融学理论给予了无情批判。他认为，有效市场假说就像托勒密的"地心说"一样荒谬，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终难以逃脱被哥白尼的“日心说”取代的命运。主流金融学过于推崇数学，诚如保罗·克鲁格曼所言：“如我所见，经济学业已误入歧途，因为经济学家争先恐后以数学作为华丽包装，而忽视了真理。”在德雷曼看来，大多数经济学家，包括最有权力的央行行长们，都相信人们足够理性且市场足够稳定到可以用一堆数学公式来总结整个经济状况，试着去模拟从华盛顿到柏林、再到北京的多维经济行为。但令人遗憾的是，人类仍然无法逃避百年一遇的全球金融危机。

掌握逆向投资策略是取得投资成功的关键

德雷曼深入研究投资者为何偏好“追涨杀跌”，总是在股市出现泡沫时投入，又在股票毫无价值时卖出，分析了情感因素对投资者产生的不利影响和心理陷阱。他认为，有效市场理论建立在未被证实的投资者理性前提之上，因此，与其说是一个“理论”，还不如说是一个“假说”；而事实证明，这个“有效市场假说”是错的。于是，他直截了当地提出“投资者过度反应假说”。他认为，对于同样的事实，两种假说的结论是完全相反的。

在这本第4版的《逆向投资策略》里，德雷曼围绕五大主题展开分析。①心理学前沿的启示：总结历史上著名投资狂热事件，从投资者行为和心理角度提出新的见解。②新黑暗时代：对有效市场假说和风险理论进行批评。③有缺陷的预测和可怜的投资回报：展示了分析师预测与市场表现间的巨大偏差。④市场反应过度——新的投资规范：详细介绍克服心理弱点和预测错误的各种逆向投资策略。⑤未来的挑战与机遇：讲述在“后危机时代”，该如何摆脱通货膨胀，让资产保值增值。

与丹尼尔·卡尼曼相比，德雷曼可能还算不上一个经济学家，他的这本《逆向投资策略》也算不上一部“严谨”的金融学理论著作。但他的表述深入浅出，通俗易懂，没有任何复杂的数学推演和深奥的理论阐述，娓娓道来，充满引人入胜的故事及经验总结。但是，并不因此就降低了其理论应用价值，因为真理往往是简单朴素的。试问，如果不能成功地指导实践，优美的理论模型又有何用呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德雷曼从提示逆向策略基本结构、功能和对五种方法的统计判断入手，结合自己50多年征战华尔街的亲身经历，系统讲述了规避心理陷阱、取得投资成功的途径。他提出的五个重要策略是：①低市盈率策略；②低股价现金流比率策略；③低市净率策略；④高股息策略；⑤低于行业定价策略。

与此同时，他还提出了选股五项基本指标：①坚实的财务状况；②尽可能多地采用受人欢迎的经营和财务比率；③近期较高的超过标普500指数的收益增长率，以及未来业绩不会有跳水的可能性；④收益预测应该尽量保守一些；⑤企业能够维持或提高高于平均值的股息率。

当然，书中还列举了其他很多非常有用的投资指标。这些指标，看起来都十分普通，而且大家似乎也并不陌生，但是“知易行难”，在实际操作中又有几人能够严格遵守这些投资原则呢？本质上看，德雷曼信奉价值投资理念，这也是巴菲特欣赏他的根本原因。但必须指出的是，世上并无包医百病的“灵丹妙药”，股市上也没有“常胜将军”。毫无疑问，德雷曼对主流金融理论的批评是非常有力的，但是，他的理论还远远没有达到完美无缺的程度。

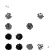
实践无止境，理论探索也无止境。是为序。

中国国际经济交流中心信息部负责人

经济学博士，教授，研究员　徐洪才

2013年2月8日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



译　者　序
Foreword

翻译是件辛苦的差事，我的经验是好的译文至少要反复弄三遍：第一遍是读懂，了解作者表达的真实意思，这是“信”的基础；第二遍是初译，要把原作者的意思用符合中文表达习惯的方式转换过来，也就是“达”，第三遍才会去考虑如何表达得更准确、更完美，这是“雅”的境界。其实，三遍就做到“信达雅”是很难的。之后更有编辑的努力和对文字上的修饰，每次当我再看一遍译稿，都会有新的修改，这是一个永无止境的过程。所以，这本大部头著作，之于我，这个一年里有半年时间在路上的投行人而言，本是一个 mission impossible。但当华章的策划编辑顾煦将外版书寄来的时候，我却难以割舍地应承下来了。好在我还有一个好助手——香港大学在读的袁婷婷博士可以帮我。此后的境况就是，我抽出出差旅行的一切空余时间，在酒店的信笺上草草写出译文，再拿回请人打字。我的译稿就是每家住过的酒店各式各样、花花绿绿的信笺纸上潦潦草草的文字。

今天看来，这一切努力都是值得的。

我们能够把这部关于逆向投资的经典著作奉献给广大中国读者，这是一件善事。当然，关于价值投资还有很多的分歧。但这并不影响大家从客观的角度去理解和品读这部名著。

逆向投资是价值投资的一个重要门派，很多号称秉承价值投资的人，其实并没有真正入门。当然，我也见过不少认为“逆向投资”就是和多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数人的操作相反的“高见”。大卫·德雷曼可以称做“逆向投资之父”，他的这部著作从逐条反驳“效率市场理论”的每个假设开始，他用几十年的经验数据和成功经验为“逆向投资”方法论做了背书。本书前半部分篇幅侧重于理论探讨和辩论，作者的理论武器是投资心理学，这是行为金融的基础。在每个论辩、结论之后，作者给出了从心理学角度提出的指导原则。后半部分可以被看做“逆向投资”方法论的实证部分，作者不仅自己使用了大样本统计检验，还广泛引用了相关学者和业内人士的研究成果，在数据分析上采用了前后一致的分析和比较模型。我认为，无论从理论研究还是实证研究的角度看，本书都算得上相当严谨。在这部分，作者还给出了实际操作建议。因此，这本书将理论和实践巧妙、紧密地糅合在一起，给出了前后逻辑一致的逆向投资体系。

当然，这并不是说，这个逆向投资体系是个永远有效的绝对真理。其实，对于久经市场的专业人士而言，只有市场才是正确的。任何人对市场的认识，都有局限性，或者说是暂时的正确。对于股票二级市场尤其如此。行为金融之所以取得了令人瞩目的进展，也在于市场参与者的心理因素对市场有重要的影响。其实这就是群体心理，也就是“市场心理”。如果能够抓住市场在想什么，会如何行动，也就能够打败市场了。我想德雷曼也并不会认为他主张的这套体系可以完胜市场。没有人能够真正或者持续把握住市场的脉搏。我相信他的这套方法论可以战胜现在流行的以“效率市场理论”为指南的传统的组合管理（portfolio management）方法。也有可能在一段时间里跑赢市场，这是因为，前者是脱离真实市场的方法，而后者是因为不了解市场心理和做错事的人太多，而给了逆向投资者跑赢这部分大众的机会。假如市场上有很多人都深知并努力控制自己的错误心理和冲动去操作，这套方法也会慢慢变得不那么有效了。

看上去，我似乎在贬抑这种方法。其实没有，我只是在“冷酷”地告诉你一个事实。认识自己很难，控制自己的冲动更难。这也许就是每种投资方法都不那么容易掌握的根本原因。价值投资比其他技术分析更难掌握，就在于它对于人心和人性提出了更高的要求。所以，学习逆向投资，不只是要理论上的服膺，更应该是身体力行。否则再好的东西，又于你何用呢？只要你比别人在这方面做得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

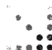
好，就能胜出。股市就是如此残酷，有人赢，就有人输。希望大家能够成为真正了解自己并能战胜自己的强者。

其实，不仅股市如此，生活亦如此。大家不只是读书，还应该修为。好吧，让我们开始人生修为之旅吧。

郑磊

2013 年 2 月 8 日于香港中环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



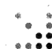
译者简介

About The Translators

郑磊先生，南开大学国际经济研究所博士，荷兰马斯特里赫特管理学院战略管理 MBA，早年毕业于兰州大学数学系。现任招银国际资产管理有限公司董事、副总经理，香港证监会持牌人，中国上市公司市值管理研究中心的学术顾问，中国管理科学研究院学术委员会特聘研究员，国际注册管理咨询师（CMC），《企业融资》杂志专业顾问等职。曾任中国脑库（综合开发研究院）产业基金与创业投资研究中心副主任，在制造业有 10 年以上的从业经历，曾服务于 IBM、MSI 等跨国科技公司，具有管理咨询、企业投融资等方面 10 年的工作经验，先后任职于企业融资（港股上市保荐承销业务）、资产管理（证券投资）和中国业务拓展部门，现主管直接投资、PE 基金和财务顾问业务。郑磊博士在中国内地和香港出版过 2 部资本运作和跨国经营专著、4 部资本市场译著，发表了近 300 篇财经文章。

袁婷婷女士，香港大学生物学博士，业余时间协助郑磊博士做境内外资本市场专业研究，曾在香港出版过 1 部译著（合译）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前 言
Preface

2011 年 8 月底我写这篇前言的时候，一些事情已经变得明朗了。尽管最近我们刚刚走出“大萧条”以来最严重的经济和市场危机，现在所剩的只不过是一个坚实的基础而已。很多市场专家将 2000 ~ 2009 年称为“失去的十年”。人们在 2000 ~ 2002 年的互联网泡沫中损失严重，在 2007 ~ 2008 年次贷危机中的损失更是惨不忍睹，这次不仅是让人们手中的存款受损，还大幅降低了自有房产的价值。因为我们有各种的现代投资方法，重大信息可以瞬时传递，所以很多人以为这些危机本来不会发生。

2011 年 6 月股市的市值相对于 2009 年 3 月的低位上涨了近两倍，但牛市并没能持续很久。当市值从低位攀升了 111% 之后，市场出现了近十年来最深的一次下跌。从 7 月最高位到 9 月末，标普 500 指数下跌了差不多 20%，投资者的损失超过 3 万亿美元。这次下跌被很多资深基金经理看做是新一轮熊市的开始，与股市下跌相伴随的商业活动也急剧减缓。刚开始几乎全世界的投资者都认同世界经济和市场在回升，但恐慌迅速让人们认识到新一轮衰退已经开始。大部分投资者对此感到困惑，也有很多投资者十分恐惧。谁能怪罪他们呢？市场极具波动性，正当股价的一轮可怕下跌让人回想起 2008 年 9 月、10 月的情形时，尤其是在创出 18 个月的新低之后，股市在 2011 年 8 月 4 天的时间里一飞冲天；道琼斯工业指数先是下跌 635 点，然后回升 430 点，再下跌 520 点，在大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅振荡之后，最终升高了 423 点。

这种情况令人费解，市场的恐慌也非常少见。对经济急剧衰退的担忧，使得美国和海外投资者争相涌入美国债券市场，尽管美国债券有史以来极少见地被美国最重要的信用评级机构——标准普尔降了级。不过投资者还是蜂拥买入美国债券和黄金，他们认为只有这些才是安全的投资标的。债券市场的价格比 2011 年 7 月初股市开始下跌时大幅上升了 15%。

成千上万的投资者买入黄金，推动金价在 6 个月内从每盎司 1 400 美元上升到 1 900 美元。买入美国债券是因为人们相信我们正处在一轮大衰退的风口浪尖，而买入黄金则是因为预期过热的经济与相应的市场投资者的表现背道而驰，有可能会导致恶性通货膨胀。这就像在一场重大的比赛中，大家都重资押注一匹马是想它会跑赢一样。而投资人，就像这场比赛中的赌徒，无论比赛的结果如何，他都是输家，因为赛马场自己是两头押注的。

最新的进展让事态变得更加复杂，为了防止美国违约，2011 年 7 ~ 8 月，美国政府为提高债务额度上限所做的最后一搏，动摇了包括俄罗斯、中国、日本在内的美国国债投资者的信心，也让市场气氛更加恐慌。因为州、市政府无力从联邦政府那里获得支付道路和高速公路建设、维护以及其他急需基础工程的费用，债务冻结估计最终减少了 100 万个以上的政府工作岗位。美国政治家的表现差强人意，最近的民意调查显示，支持国会批准该决议的民众只占 20% 左右。不幸的是，负面消息还不止于此。

从国债到“独立的”美联储，从克林顿时代到布什当政，以及奥巴马政府这两年半的所做作为，各个政治派别的人严重质疑美国的经济领导力，对在 2007 ~ 2008 年几乎拖垮了美国乃至全球金融系统的银行和银行家抱有极度的不信任。[⊖]比如，美联储在 2008 年悄悄向最有问题的几家银行借出了 1.2 万亿美元，其中几乎有一半是借给了国外的银行，目前已经导致了大约 650 万美元的逾期和取消赎回

⊖ 本书中我所用到的“华尔街”只用于指代导致金融危机的银行、投资银行以及一些对冲基金，而非指与股市崩溃没有什么关系的，反而同他们的客户一起受到伤害的大部分基金经理、分析师、证券基金以及其他金融机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权的抵押贷款。这些逾期抵押贷款的所有者基本上什么都拿不到，但那些有问题的大银行的管理人员却能获得巨额的奖金和遣散费。

市场和经济是否已脱离险境？真实的答案无人知晓。可怕的外生因素随时可以让你放弃对股票看涨的想法。谁能够预测2011年3月发生在日本高达里氏9.0级的大地震以及几分钟之后发生的巨大海啸，这种造成了不可估量的破坏、剥夺了成千上万人的生命的事件呢？随后几天，东京电力公司旗下的福岛核电站4个反应炉炉心接近熔毁边缘，威胁到很多人的生命安全。同时，由于投资者担心这次灾难在几年内都会阻碍全球经济的增长，导致全球股票市场直线下跌。

很多人担心会有更猛烈的冲击即将来临，这不足为奇。而一些人，包括我，认为大风暴差不多已经过去了，尽管回升的道路很崎岖，但市场会继续上行。可以肯定的是：今天与十年前相比，情况大不相同。令我们满意的所有投资标准看上去都失灵了。如今金融学告诉你的投资策略，对你的投资组合来说竟然是毒药。无数的投资者投资债券，并相信他们在做谨慎投资。如果今天还这么做，可能会带来灾难。短期国债曾经被认为是最安全的投资，从1946年算起，到现在已经让投资者的购买力降低了77%。

我们可以依赖精明的、知识渊博的基金经理摆脱这种困境吗？不，这也靠不住。长期来看，他们的表现一直跑输市场。先锋证券基金前主席约翰·博格（John Bogle），是研究证券基金投资业绩的专家，他是财务市场研究中心（Financial Markets Research Center）的领导人。该研究中心指出，在1970～2005年这36年里，1970年就存在的355家证券基金中，只有2.5%的基金跑赢了标普500指数2%以上。数量巨大的87%的基金，要么倒闭，要么跑输大盘。

我们还剩下什么？再说一次，柏拉图在2 400年前说过，需要是发明之母。天还没有塌下来呢，对于那些不拘泥于过去的人来说，未来有很多极好的机会。我深信美国足够强大，最终能挣脱这次的毁灭性崩溃。当然人们显然不会轻易忽略和遗忘，导致次贷危机的政策制定者的错误、无能和贪婪，本书主要关心的问题是如何善用你的积蓄，帮你构建符合未来情况的投资组合，如何采取正确的行动再次让你的投资有所收获。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这很困难，我们需要重新检验，并从根本上挑战多年以来绝大部分人都在使用的投资理论。我们必须去伪存真，将决策建立在坚实的实践数据而非孤立的个案基础之上。然而这可不是一件轻而易举的事。

在本书的开篇，我不仅会用最近的市场崩溃作为例子，也会提供一系列令人信服的研究成果来验证有效市场假说（efficient market hypothesis，EMH），这种占统治地位的投资模式，这个声称精明投资者总是能抓住合适价位的理论，无法准确解释为什么照此实施的投资常常惨遭失败。我们将会分析这项假说的基本假定条件，在分析过程中，我们会看到它们是如何被驳倒的。我们会看到 EMH 的核心错误是，它根本没有意识到心理作用在投资决策中所起的作用。而有效市场的理论家们以及大部分经济学家，并不相信心理学和人类理性在投资或经济决策的制定中扮演着重要的角色。相反，看上去他们就是用“抽象数学这支唇膏涂抹在小猪身上”，制造并卖出很多“理论熏肉”。这种欺骗当然不是有预谋的。尽管对该理论的前提条件有非常多的反证，支持者仍深信不疑。科学界总会有一些这种真诚但坚持错误的研究者，他们不愿放弃这个曾被珍视的理论。本书的重要性在于提出新的投资范式或新的投资方法。新的范式通常会在那些本来认为可以完全解释事件的旧范式不再有效时被接受。今天的我们正处在这样一个十字路口上。

令人欣慰的是，EMH 投资策略的根本缺陷，在于要求我们仔细查看投资失误的一个主要来源——那个每天早晨都出现在镜子中的人。我想你慢慢地会同意，心理学告诉我们的有关我们自己作为投资者或在群体中时的投资行为，在构造优化的投资策略方面，既让人豁然开朗又非常实用。引入一些有说服力的心理学见解，有助于解释为什么投资者会如此频繁地做出错误决定，为什么市场会出现如此多的繁荣与萧条周期，也给我们带来了一些方法去拒绝很多现在依然流行于当代投资实践中的错误策略；并能让你成为一个心理投资者。你会开始用一种新的眼光——逆向投资心理阴影来观察这个“古怪的”投资世界[⊖]。

⊖ 正在为这个名词申请专利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的结构

我想读者可能担心本书是枯燥的学术论辩或沉闷的学术论文。请大家放松，我会以一种易于理解的方式，而不是用一堆复杂的数学公式来展示这些研究结果。

本书分为五部分，每部分都包括一个大的主题。第一部分会检视历史上最著名的一些异常的投资狂热事件，这些危机让我们对投资者的行为产生了新的心理学认识。从18世纪早期久经世故的法国贵族到当代穿着光鲜的杰尼亚西服的投资银行家（大约到2006年），他们是被公认为掌握了巨大财富的人。尽管这些故事很迷人，但因写作本书的目的很不同，我们想从一个历史的视角转移到心理层面，以便指出未来的泡沫的特征，并能够让我们避免再陷入群体性癫狂之中。

已精通心理学与股市之间相互作用的读者，会在这项研究中看到一些似曾相识的主题和提示。但有一些最新的心理学研究对所有人都是非常新鲜的，能将我们对投资策略的理解提前好几个光年。令研究者非常激动的两个新主题：情感理论和神经经济学，它们都还没有被纳入华尔街的概念工具包中。

有关情感的研究让我们对“人们为什么总是在股市出现泡沫时投入其中，而又在股票几乎没有价值时卖出”有了更深入的理解。情感在反常的市场中对投资者会产生不利影响。我们会检测情感的影响，它是如何从心理学研究中被发现的，以及它的各种推论在扭曲“理性的”市场时所扮演的作用。

然后我们会分享其他的一些用于伺机捕捉粗心投资者的心理学陷阱。举例来说，我们会发现，人们不擅长处理统计信息，而这种缺陷导致他们不断做出会被他人预期的投资失误。再比如，如果喜欢一项投资，即使它充满风险，我们也会认为其风险低，在一些经典的案例中，我们不断犯错，直到结果与我们的判断严重相悖。我们还会看到某些心理是如何持续诱使我们买入在市场崩溃之前红得发紫的证券，以及为什么我们会一直与亏损概率大的事件对抗。

我再介绍两个启发式心理捷径——代表性和可获得性，会导致我们判断出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统性偏差，这两点经常会让投资组合受损。从头到尾，我们会看到那些心理捷径如何发挥作用，以及如何潜藏在我们的头脑中。但通过在学习和实践中辨别，我们可以摆脱其束缚。

第二部分对有效市场假说的批判性评论会帮助你精确理解：为什么最近大部分的市场崩溃被证明非常具有破坏力，以及为什么这次崩溃会持续如此长的时间。

我们还会讨论有效市场的“老朋友”——风险分析。根据波动性定义，如果你希望获得高回报，就必须承担高风险。然而这条长久被看做保障投资组合资金安全的基本保护措施，在过去没有发挥作用，将来也不会。我们也会看到，目前使用的风险评价方法是极其失败的。几十年来，投资者认为可以用于保护其投资组合的风险理论，都建立在一些似是而非的理由之上。过去 40 年里，市场上没有一个行之有效的风险理论，现在依然没有这样的理论来保护我们的资产。因此当熊市来临的时候，糟糕的投资业绩也就不足为奇了。我们会详细解释，为何说现有的风险理论是 1987 年以来股市三次暴跌的罪魁祸首。我们会分析其中的原因，再提出一种新的、更好的、行之有效的，经过市场检验并包括了今天我们所要面对的各种重要的风险因素的风险理论，我们也会列举一些新的但有潜在毁灭性的、还未经过投资检验的风险理论。

在这个过程中，还有很多深奥的知识需要学习。比如，2008 年市场上流动性几乎枯竭，现在也只有一部分的流动性回流。我们知道美国 60% 的新工作岗位是由那些只雇用 100 名左右或更少员工的小企业创造的。而银行，尽管直接（和间接）汇聚了纳税人数以万亿的美元，却没有成为创造工作岗位的主力军。它们不能成为领头羊，是因为其运营资本都投资在无流动性的次级房贷上。你猜猜什么样的学术理论会鼓励银行只保留很少的流动资金？是的，有效市场理论。它再次成为众矢之的。

我们用一个比有效市场理论要精确得多的有关古老的行星运动地心说的小幽默为本章做个总结，就像有效市场的专家一样，旧时的天文学家大声地坚持，用很多公式和高深的数学表明，太阳绝对是绕着地球旋转的，除此别无其他可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式。

第三部分向我们展示了，尽管分析师在预测的时候很有信心，但长期来看，其预测与市场表现明显不符。现在的分析师被认为会将真实的公布收益上微调3%左右来预测收益，以防收益出现意外时引发市场波动。而这些章节所给出的40年来的数据说明，绝大多数分析师的预测表明，收益出现意外的状况常常会高于分析师所认为的不会破坏市场的3%的幅度，而且这种情况频繁发生。

进一步的证据显示，就算是很小的收益异动状况，都会对股价产生显著的影响。更重要的是，研究证明，长期来看，意外对冷门股是利好，对热门股是利空，这为逆向投资策略提供了强有力的新证据。尽管这些发现很有说服力，但分析师和基金经理却一直视而不见。我们可别犯同样的错误。

在第四部分中，会介绍一些能够让你克服心理弱点和预测错误的逆向投资策略。这些策略经受住了时间的检验，在“失去的十年”以及21世纪的前十年中表现良好，跑赢了大市和热门股。[⊖]当熊市大行其道时，逆向投资者会很有信心。我们会仔细检讨，特别是看看他们如何应对1996～2000年的互联网泡沫以及2007～2008年的金融危机。本书也会根据2007～2008年的金融危机适当调整策略，并加入更多的投资指引和安全指标。

关于投资者表现的一个强有力的假说也会被提及，这个假说解释了投资者为何以及如何常常对投资做出错误的估计。这就是投资者反应过度假说（investor overreaction hypothesis，IOH），其理论是投资者几乎总是为自己喜爱的股票多付钱，对自己不喜欢的股票出很低的价格。目前IOH有12条经过检验的观点，随着研究的深入，还会增加新的观点。

第五部分会展望未来几年里我们应该对市场持怎样的态度。我们也会讨论投资者常用的投资工具。

我们对这个新金融世界的导读将力求做到贴近未来的真实情况。我们可能与

⊖ 回报虽然是正的，但本质上回报要低一些，因为这段期间经历了两次严重的崩溃；尽管如此，其资本金并未出现巨大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“大萧条”说再见，但投资者可能要花很长时间才能摆脱通货膨胀。作为一个有远见的投资者，你会希望做好准备，对未来任何时候都有可能出现的重要的金融问题有深入了解。

最重要的一种可能是发生2～5年严重的通货膨胀，不只是美国，全球都是如此。我们会考虑那些在通胀环境下可以保护你的资产，甚至让你的资产增值的最佳投资方式。而且，我们会回顾其他国家的投资者在面对相似的通胀挑战时所使用的让他们成功存活且变得更富有的投资方法。

个人观点

你会不时看到一些基于我个人或专业经验的简要注解。其中的一些会很有趣，而另一些则是我自己都不希望再看到的。我想在一个如此倚重心理学的工作中，这种个人的回忆片段会不时提醒我们，不管怎样我们毕竟是普通人。

是的，我做过非常多的投资选择，而且可以肯定并非我所选的每一只股票都会成功。我也经历过其他投资者同样会遇到的心理困境。但正如沃伦·巴菲特所说，如果一个经理人长期来看击中的概率是0.6（10次中能够击中6球），他将被证明是一个大赢家。最终，幸运的是，我成了为数不多长期表现优于大市的经理人。

本质上，你从这本书中能够学到的最重要的事情是，懂得心理学的投资者拥有更多的优势，不仅是更多的理论知识，而且是真正的投资优势。我希望这是本书吸引人的一个原因。

不可避免的，不是所有的市场分析师都会认同我个人的分析。新的想法，即便是有投资和心理学实证研究的有力支持，也不会被主流所接受，因为这些想法否定和威胁到当前的理论。新研究成果有多好，或者现在占统治地位的想法有多糟糕，那些坚持自己的信念直到榨干你最后一分钱的人并不觉得这个问题有多重要。这就是范式改变的路径，可能自古以来都是如此。幸运的是，这些对新思想的攻击从没有施加在读者身上，它总是由创作者来领受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

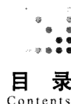
30 年来我一直受到来自于学术界和业内专家的批评，甚至是一些尖刻的人身攻击。不过，这些炮轰可能会伤及皮毛，比如有时会让我的血压快速上升，但从未危及和影响到我的工作。

我相信我们从未低估心理学在市场中的角色是如此重要。如果我们遵从已经证明可以保护我们远离心理陷阱的逆向投资策略，心理学将会是我们最好的朋友。如果我们试图看透那些陷阱，它也可能变成我们最大的敌人。比如，如果我们这样想，“好吧，市场会受到冲击，但我只要再待一小会儿就走”或“嘿，我碰到了一只十倍股，有赚头我就会卖出的”，也许这些投资组合最终会遭遇灭顶之灾。心理学，不管你研究了多少或你认为你懂得多少都是远远不够的，不懂心理学很有可能会很快削平你的自负，减少你的净资产。

大卫·德雷曼

2011 年 9 月 30 日于科罗拉多州阿斯彭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录
Contents

推荐序一

推荐序二

译者序

译者简介

前言

第一部分

心理学前沿的启示 /1

第 1 章　泡沫星球 /2

- 何必为泡沫和恐慌烦恼 /5
- 狂热的共性 /7
- 泡沫会随着时间改变吗 /11
- 当代的股灾更严重 /13
- 了解早期的泡沫事件 /14
- 新心理学一瞥 /15

第 2 章　危险的情绪 /17

- 情绪：心理学的一个强大的影响因素 /18
- 对概率不敏感 /21
- 风险判断和收益呈负相关性 /26
- 持续性偏差 /29

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间解释效应 /30
情绪对证券分析的影响 /31
基本面和股价的背离 /32
证券分析的重要性 /33
情绪会严重影响证券分析吗 /34
大逃亡 /34

第 3 章　决策的危险捷径 /37
心理捷径 /37
习得性危险（近因性和显著性） /39
谁在一垒 /45
图表通常需要详细注解（代表性偏见） /46
小数法则 /49
自封的猎手的辉煌 /50
提防政府的统计数据 /52
对先验概率的漠视 /53
回归均值 /55
冗余信息所扮演的角色 /58
由信息超载引发的偏见 /59
启发式数学 /60
锚定和后见之明 /61
启发法和决策偏见 /63

第二部分
新黑暗时代 /65

第 4 章　穿斜纹软呢夹克的征服者 /66
革命性的新金融假说 /67
历史回顾 /67
强大而新颖的假说 /68

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专家们迎面而来 /69
学术界的闪电战 /72
有效市场军团不断壮大 /74
资本资产定价模型：是有效市场假说的胜利还是特洛伊木马 /75
支持有效市场假说的专家 /77
思想的力量 /78
阿基里斯腱 /79

第 5 章　皮肉之痛 /82
1987 年大股灾 /83
1998 年长期资本管理公司的崩溃 /94
2006 ~ 2008 年的房市泡沫和大股灾 /100
理性的市场没有泡沫或股灾 /104
我们从中学到了什么 /105

第 6 章　有效市场和托勒密本轮 /106
波动性的最后落脚点 /107
贝塔系数登堂入室 /110
资本资产定价模型与波动性理论接二连三破产 /113
有效市场假说 - 资本资产定价模型波动性假设的谬误 /113
有效市场假说的致命要害 /116
统计学漏洞和私设法庭 /116
有效市场假说投资表现测量方法应重新修订 /118
可怕的异常现象 /119
有效市场的另一个挑战 /120
市场效率的曲折之路 /121
有效市场假说战舰的更多漏洞 /123
其他违背有效性的证据 /125
有效市场假说理论中的黑洞 /126
有效市场假说的黑天鹅 /127

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信仰的飞跃 /128
现代经济的危机 /129
与恶魔的契约 /130

第三部分
有缺陷的预测和可怜的投资回报 /137

第 7 章　华尔街预测成瘾 /138
心理学和投资失误 /139
信息处理的弱点 /141
多少才能称得上太多 /141
过度自信退出舞台 /144
分析师一贯的乐观 /147
亏损的不二法门 /149

第 8 章　你能下多大的赌注 /153
预测之罪 1：预测公司的收益 /154
预测之罪 2：长期记录 /157
预测之罪 3：偏离平均预期 /159
预测之罪 4：行业预测 /161
预测之罪 5：分析师在繁荣期和衰退期的预测 /163
预测之罪 6：这意味着什么 /164
预测之罪 7：我很特别 /166
预测之罪 8：预测失误的原因 /166
预测之罪 9：心理因素在决策上的影响 /172
预测之罪 10：局内人和局外人 /173
预测之罪 11：预测者的诅咒 /174
预测之罪 12：分析师的过度自信 /177

第 9 章　不速之客与神经经济学 /179
意外和市场 /181

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长不惧价高 /181
意外：我们的研究结果 /182
历史数据透出规律 /183
差异中的共性 /185
正面意外的影响 /188
负面意外的影响 /190
触发型事件效应 /192
第一种触发型事件效应 /193
第二种触发型事件效应 /195
“事件强化”效应 /196
神经经济学和市场 /198
意外效应的变化 /202

第四部分
市场反应过度：新的投资规范 /205

第 10 章 通向赢利的逆向投资路径 /206
颠倒的投资世界 /208
概念股的墓葬群 /209
低市盈率策略成功的早期证据 /209
难以置信的时代 /211
为什么耽搁了那么久 /214
伟大的发现 /215
最后一枚图钉 /218
小结 /223

第 11 章 从投资者的过度反应中获利 /225
投资者过度反应假说 /226
投资者过度反应假说引出 4 项逆向投资策略 /233
实施逆向投策略 /242
使用投资者过度反应假说的概率 /255

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远离蓝筹股 /259
经验是良师 /261

第 12 章 行业逆向投资策略 /262
新的逆向投资策略 /262
为什么投资行业内最便宜的股票 /268
防御型团队 /269
投资组合的其他考虑 /271

第 13 章 困难市的投资 /273
突发下跌和 2011 年 8 月的市场恐慌 /273
高频交易的其他潜在问题 /277
8 月炮火 /277
通向灾难的快车道 /283
你应该做什么 /284
波动性旋风 /284
保护性措施 /285
其他逆向投资策略 /290
卖出的时点 /293

第 14 章 更好的风险理论 /296
从雕像被推倒说起 /298
第一个金融启示：流动性 /298
流动性不产生流动性 /300
第二个金融启示：杠杆 /300
流动性和杠杆：死亡组合 /301
其他风险因素 /303
第三个金融启示：通胀 /303
超越“谨慎人”原则 /305
股票风险更大？ /305

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险转化为收益 /306
第四个金融启示：税收 /308
这幅图画有什么毛病吗 /309
不可靠的国债 /310
测量风险的更好方式 /311
采用更适用的风险分析 /314

第五部分
未来的挑战与机遇 /317

第 15 章 用别人的钱赌博 /318
救助咏叹调 /319
主席先生 /320
事情是如此简单？ /323
次贷雪球 /325
赌场的新花招 /325
美联储和监管机构在哪里 /328
与系统博弈 /331

第 16 章 不易察觉的手 /337
自由贸易 /338
我们处在自由贸易的新时代？ /339
未来的通货膨胀 /345

致谢 /349

作者简介 /351

注释[⊖]

参考文献[⊜]

⊖⊜ 本书各章注释和参考文献部分以电子版形式放于华章网站，读者可登录网站查询。(www.hzbook.com)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分
Part 1

心理学前沿的启示

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章
Chapter1

泡沫星球

你还记得过去把投资当作一件趣事的那些日子吗？我记得。对我来说，20世纪60年代末的纽约金碧辉煌，那时我20来岁，正当年。我是在股市泡沫破灭(Go-Go Bubble)[⊖]的前一年开始从事分析师的工作。我们购买的所有股票都在上涨，而且不只上涨20%或30%；甚至，对这种涨幅都不屑一顾，并且感叹到得到如此的收益简直就是对资金的浪费。计算机服务公司、医疗保健、半导体公司股票和很多能上涨10倍、20倍甚至100倍的股票，才是我们的最爱。我们都将变得很富有，或者说我和其他年轻的同事们在接下来18个月里都抱有这种不切实际的期待。

我们那时是新生代，对市场非常陌生，经常嘲笑那些只买蓝筹股和提醒我们在市场见底之前赶紧出售股票的守旧派。他们难道没有意识到牛市才刚刚开始吗？越来越多的分析师开始推荐热门股票，而所有大证券基金也纷纷买入热门股，基金净值迅速飙升。这一次和20世纪20年代的那次一样，所有人都开始买卖股票。随着股市不断创出新高，我们的幸福感延绵不止。

那时候我的一位朋友（就叫他蒂姆好了）参加了一项小组活动，他声称要通过活动达到自我改正的目的，但从聊天中可以看出，其实他更想认识新的有趣的女人。不管当时的情形如何，火热的股市永远是小组的谈资。蒂姆聪明，口才又好，总喜欢表达自己的观点，很快就成了焦点人物。这个由心理分析师（他本人

⊖ 指美国20世纪60年代末期出现的概念股票投资热潮，1969～1971年股市泡沫破灭。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是个贪心的投资者）主导的小组讨论逐渐演变成了选股讨论会。其中的一个组员，一个缺乏自信心的中年商人，认为自己是金融上的失败者。他听从了蒂姆对股票的建议——当股价翻倍的时候，股价还会继续翻倍，再翻倍，让他一下子就变成了成功的商人，一个千万富翁。他变得非常自信，甚至让蒂姆感到自己在小组中的地位受到了威胁。

但这位商人新发现的金融帝国并没有持续多长时间。很快市场开始急转直下，他的保证金仓位很重。当那个“股票识别法则”不灵时，他破产了。蒂姆也不得不将那位商人作为答谢的伯爵名表原物奉还。那时我的这位朋友转战到曼哈顿第一大道的酒吧，他希望那里可以为他提供自我价值的实现感。但我们仍然充满信心，认定市场下跌只是一个快速修正过程。我们所投资的股票，不像其他投资者投资的股票，我们的股票是实实在在的，一定会上涨得更高……

可惜，我们中间没有人从股市逃走。

最终，很多朋友的获利损失殆尽，本金也严重缩水。随着市场继续下行，我慢慢想起我是一个价值分析师，于是我带着仅有的一点获利以及新长出的溃疡（结果证明这只是神经太紧张了）离开了股市。但从中我学到了一课，即股市的上涨很波澜壮阔，但牛市的结束令人毛骨悚然。尽管我受过训练，对泡沫也有所了解，但我还是被市场打败了。

尽管股价在上升的过程中带来了几乎无穷尽的快乐，但泡沫一旦被戳破，就像是跌入了但丁笔下的第八层地狱。并且，泡沫并非只是股市偏离正常轨道这样的随机事件，像我们将会看见的那样，泡沫与市场行为是一个整体。它们显著放大了市场的过度反应，而且永远在和投资者的最大收益背道而驰。泡沫生成机制以及泡沫破裂时市场的反应，长期来看非常一致。遗憾的是，人们往往不善于从错误中学习。

考虑一下这种情形。

在将近两个月的时间里，市场成交量持续单边上升，随着市场的每一次修正，投资者近乎普遍的信心，从认为市场注定会再次创新高到开始对其产生怀疑。当反弹一次次失败，这种怀疑就变成了深深的焦虑。这一次事情会很不同吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来就是追加保证金的通知！作为经济增长和消费的核心——金融工具，没缘由的开始急转直下。不只是2%或3%的下跌，常常是一天下跌10%或更多。到底发生了什么？

谣言开始蔓延，一家又一家的大机构濒临倒闭。需要采取措施阻止这种有可能引发前所未有的恐慌式崩盘。不愿意干预市场的美国总统被其首席顾问告知，应发表经济展望良好的声明，承诺在市场的短暂停歇之后，国民经济的大繁荣将会到来。

协助总统安抚市场的是他非常尊敬的财政部长，他曾是华尔街最强大的一家投资机构的主席，也是他那个时代的传奇人物。其他市场强人物也把资金和个人声誉押在了财政部长和总统身上。

财政部与美国各大银行的总裁以及投资银行家一起，试图迎头阻击这场看上去像是经济大灾难的事故。一项巨大的银行救援计划很快被执行。这个消息让股票一路上扬。受到摧残的投资者希望这项行动可以挽救市场和金融体系，但反弹在一周内就失败了，股价再次一落千丈。如果银行和大资金池都不能找到一个支撑点，谁还能撑得住呢？很多专家现在看到了整个金融瓦解市场的可能性。

当然这一幕就发生在声名狼藉的2008年大股灾之前，是吧？但等一等，这种描述与1929年10月的大股灾之前的混乱也很相似。非常神奇，不信你可以把总统换成乔治W. 布什或者赫伯特·胡佛，财政部长既可以是亨利·保尔森，也可以是安德鲁·梅隆[⊖]。

这些大股灾造成了什么样的负面影响呢？1929年的大股灾以及之后的大萧条，将震动之波推向了美国经济与全球经济体系之中，彻底改变了美国人对他们熟知的华尔街的忍耐度。在1929年之后的几年里通过了很多重大的法令，以阻止那些被发现的惊人的滥用行为。但在此后一二十年里，没有一项改革能重塑人们对金融系统的信心。当美国介入第二次世界大战和义务兵役法在1940年重新执行

⊖ 梅隆，曾经服务过三届政府，是胡佛政府的财政部长。他之前是梅隆银行的总裁以及当时的金融学家和金融系统的领导者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，股票经纪人在100个最不重要的行业分类中排名第99位，因而不能豁免兵役。失业人口在20世纪30年代的大部分时间里都在20%左右或高于20%，而由蓝畴公司构成的道琼斯工业平均指数的市值，从1929年的1 500亿美元下跌到1932年的170亿美元，下跌幅度为89%。

2007～2008年的大股灾在很多方面都具有毁灭性特征，金融类股票在短短的21个月里下跌了83%，差不多只有1929年大股灾到1932年股市最低点耗时的一半。资产价值的迅速跌落让恐惧的放款人拒绝贷款给急需资金的银行，而作为几个世纪以来贸易齿轮不可或缺的金融润滑剂的信贷完全被冻结了。欧洲央行行长特里谢认为这是自工业革命以来最严重的信贷收缩，工业界处于自黑暗时代[⊖]以来从未经历过的信贷困境的边缘。

何必为泡沫和恐慌烦恼

弗雷德·希尔斯曾是Simon & Schuster的编辑，他在1997年我提交手稿时提出这个问题。他接着说道："连我12岁的女儿都知道泡沫和恐慌。"弗雷德说到点子上了。我确信实际上所有读者都知道历史上那些市场狂热和大股灾。你可能读过17世纪20年代荷兰投资者争先恐后疯狂买入郁金香的故事，在郁金香狂潮中用差不多75 000美元的价格购买一种名为"永远的奥古斯都"的珍稀红色郁金香球茎。也许你知道在1720年英国南海泡沫中关于印刷商的故事。羡慕他身边的发起人通过创办"用地狱之火来取暖"或"从萝卜中榨油"的公司而暴富，他酝酿出了自己的计划："一个拥有极大优势的公司，但没有人知道这家公司是干什么的。"当第二天早上9点他开门办公的时候，人们排着长队耐性等待认购公司的股份。印刷商收取了他们身上的每一英镑，然后很聪明地在当天晚上搭乘一条开往新大陆的航船，后来人们再也没有听到他的消息了。[⊜]

⊖ 指欧洲中世纪早期，即公元476年到公元1000年时期。——译者注
⊜ 令人吃惊的是，一个几乎一样的计划在一个更大的范围里出现于1996～2000年的互联网泡沫中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或许你听说过 1720 年发生在法国的密西西比泡沫事件。密西西比公司的发起人约翰·劳（John Law）是擅长虚构故事的专家。其众多股票炒作的一个例子是，他让很多印第安人肩扛装着黄金、钻石、红蓝宝石的袋子从巴黎街头走过，以证明路易斯安那州的山峦中有无尽的黄金和珍稀宝石矿藏，其股价在 1720 年崩溃前上涨了差不多 4 000 倍。

当我们的祖先带着逃离暴政和迫害的愿望走向新世界，寻找美好生活时，泡沫先生也随他们一起参与了这场冒险之旅，并与旅行中的其他人一样繁荣起来。泡沫和市场崩溃从美国建国以来就有规律地出现；1785、1792、1819、1837、1857、1873、1893 以及 1907 年的恐慌，1929、1967、1987、2000 年，当然还有 2008 年的大股灾。当然，根据技术性定义的不同，还可以加进来更多的年份。

这些故事大家都太熟悉了，这是真的，但我们不会从经济史学家的角度来看待泡沫，也不会只是简单复述那些几乎已达到愚不可及和自欺欺人程度的投资故事。我们讨论泡沫的目的是将其作为论述投资策略的基础。

实际上，恐慌和大股灾是我们了解市场行为心理学的起点。毕竟，假如每个人都了解金融泡沫，泡沫又怎么会一次次地发生呢？如今经济学家难道不该点明如何去观察引擎警示灯之类的东西吗？

我们都知道，精确指出危险的金融过热效应在何时会冲击金融体系，是很困难的。我们会意识到股票开始被过度高估，但仍然有很多人不愿收起自己的银行卡，带着他们不断增加的成堆筹码离场。我们就是不能精确地把握时机。经济学家所追捧的主流观点对此并没有多少帮助。

经济学家追随有效市场理论，认为泡沫是无法预测的。他们说，市场的泡沫就像是隐形轰炸机，在雷达上你是找不到它们的，而且在你的投资亏损之前，你不会知道是什么袭击了你。没有谁会比格林斯潘更具权威，这位前美联储主席和大繁荣的“先知”赞同如下经济学思想：“在泡沫出现之前很难确切地辨别泡沫，即在泡沫破裂之时证实了泡沫的存在。”这个观点被经济学家广泛接受。更严重的是，主流理论认为泡沫是合理的。简单来说就是，荒谬的股价总会被整体的合理行为所修正，那些不带感情的投资者会把股价控制在合适的价位。我们知道，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种说法只是一个借口。但可以肯定的是，这保护了美联储和学者们的声名。接受这种说法，意味着我们没有能力对任何东西做出精确估值。我们可以与所有的估值理论说再见了，无论是买一套房子、投资股票，还是建一个新工厂。任何价格都是对的，直到它不对为止。后面我们会详细讨论这一歪曲的逻辑，显而易见的是，实际上投资者常常不会将价格控制在合适价位。

本书的目的是改变以上思路，或者退而求其次，通过揭露这些愚蠢的思想，帮助你改变思路和投资策略。本章我们将快速回顾一下股市历史，展示泡沫的主要原因。告诉你如何辨别泡沫，更好地理解和避免被泡沫所伤，是至关重要的。绝大部分人在回顾早期的股票狂潮时，会觉得我们永远不会犯这些愚蠢的错误。我在 20 世纪 60 年代末第一次到华尔街时，也是这样想的。在最开始从事分析师工作时，我在纽约公共图书馆花了大量时间做记录，翻阅了几乎所有能找到的关于泡沫和恐慌的书；然后我阅读 1929 年大股灾之前几年的《纽约时报》和《华尔街日报》金融版，对大股灾之前的事件有了真实的感触。刚开始我们看上去很容易抵抗那些地下酒吧、坐旗杆顶[⊖]和穿着短衫、男孩子气的“爵士宝贝”时代的愚蠢投资者的疯狂行为。他们难道真的不知道市场不会永远上涨吗？从这些笨蛋手上赚钱是十拿九稳的事情。

但事实不是这样。当我在华尔街开始职业生涯的第二年，我在 1966 ~ 1969 年的泡沫中就犯了同样愚蠢的错误。这就是我知道：只有当你彻底明白什么导致了狂热，买卖过不断高估的热门股票，你才能保护你的资本或者还可以让资本增值的原因。

狂热的共性

前面指出，投机热潮的一个最值得注意的特点是，不同时代的投机热潮总是

⊖ 20 世纪初期流行的一种活动，最初由特技演员、前水手爱尔文·凯利做过。旗杆顶部有个小平台，尽可能长时间坐在上面，以考验人的耐力。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很相似，即使它们发生的时间相距几百年。绝大部分泡沫最重要、具有毁灭性的共性是信用的过度使用。让我们再次简要回顾 1929 年和 2007 ~ 2008 年的大股灾，同过去的很多泡沫期一样，这两个时期也都有非常多的杠杆工具。1929 年，投资者用 10% 的保证金就可以买入股票。那时有很多投资者买入投资信托基金，而这些基金承担了大量的债务，实际杠杆已经比开始时 10% 的保证金有了大幅提高。1929 年年初，美联储对股市投机很担心，因此将保证金贷款的利率提高到惊人的 20% 。这个阻挠保证金买入行为的做法产生的效果几乎可以忽略不计，毕竟 20% 的利率分摊到每个月只有 1.67% ，而股票的表现让投资者习惯于每个月获得 10% 、20% 或更高的回报。因为人们认为市场只会上涨，而且是快速上涨。

在导致 2007 ~ 2008 年大股灾的房市泡沫中，银行操作的钱比其资本金高出 25 ~ 30 倍，而像贝尔斯登、雷曼、高盛和摩根士丹利这些投资银行的杠杆倍数更是高达其资产的 30 ~ 40 倍，其中很多都是投资在流动性差的抵押产品上。它们相信房地产市场只会上涨。杠杆率如此之高，只要次级房贷市场出现轻微的下跌，泡沫就会破裂。

另一个相似之处是，几乎所有的投机狂热都是由坚实的实体经济孕育的，那时投资者的信心高涨。每一次投机狂热都有一个良好的开始，建立在一个简单但吸引人的概念之上，但之后是几十年（如果不是几个世代的时间的话）总结出的几乎所有的谨慎原则，被完全抛弃。

人们相信每一次泡沫所带来的机会比他们曾经见过的任何泡沫都诱人。在南海和密西西比泡沫的经典案例中，其诱惑是来自新世界的源源不断的黄金和宝石热，可以让投机者变得难以想象的富有。在 20 世纪六七十以及八十年代的科技泡沫中，看上去人们可以通过卖出不计其数的半导体、电脑和其他先进的电子产品获得取之不尽的财富。投机者被获得巨大财富的愿景所迷惑，很快放弃了历经一次次泡沫所积累的价值标准。

在 1929 年大股灾爆发前，那些看上去股价上涨不可阻挡的时期也被称为“新时代”。当时的报道说，收益增长如此之快，投资者可以将那些过时的价值标准放在一边，因为这一次情况真的非常不一样。在喧闹的 20 世纪出现了很多重大突

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破，收音机的发明，商业航空的诱人前景，以及可以衍生出不可估量的产品和服务的新的高利润的汽车和工业制造技术产生了。这些新突破不断地被美国和全球市场所挖掘，造就了计算机类股票极高的收益率。1996～2000 年互联网泡沫期间，投资者声称互联网开辟了“新经济时代”，而将股价推得极高。股价无需再用代代相传的估值标准来估量，更高的技术收益浪潮需要更高的估值。

在每一次泡沫中，专家们都被投机情绪所俘虏，不仅不质疑上涨的股价，还预言未来的股价会更高。毕竟，在每一次泡沫中，人们都会认为他们有足够好的理由，认为这次机会比所有曾经见过的机会都要好得多。

在所有投机狂热中存在的另一种错误观点是“博傻理论”。在每波狂潮中，一些持怀疑态度的独立思考者并没有被冲昏头脑，他们认为股价还远没有到达让人们真正疯狂起来时的荒谬水平。他们觉得事情还可以更加疯狂，如果股价已经上涨了 10 倍，人们热情依旧，股价为什么不会上涨到 15 或 20 倍呢？因此英国议会的一位议员在 1720 年南海泡沫破裂之后写道：“我确实说过我们很快会破产，但泡沫破裂的时间比我预计的要早两个月。”

在投机狂潮中，极其危险的行为是认为自己是谨慎的，将那些在市场中不跟风的人看做守旧派或者直接加上“恐龙”的标签。我就是从每天都在 CNBC 上播出节目的市场专家吉姆·克莱默（Jim Cramer）那里获得了这个著名的称号。在互联网泡沫被戳破的前一个月，他说我不懂互联网股票的巨大潜力。幸运的是，不是我的看法，而是吉姆对泡沫的看法最终被证明停留在新石器时代。

在每一次泡沫中，一旦人们开始意识到股价已经被抬得如此之高，就会争先恐后地逃出。当景象从狂欢转变为死亡时，可怕的恐慌随之而来。此时谣言总是扮演着重要的角色，开始时人们获得了财富，然后好事降临了，最后兑现的是死亡的预言，股价跌到了起点或比起点还要低的水平。帷幕落下，吸引人的戏剧谢幕了。

可能投机狂潮中最让人好奇的共同点是在股价超跌时，基本上会跌到最高价位时的 80%～90% 或更多。表 1-1 和表 1-2 显示了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-1 各个时期的市场泡沫

	最高价	最低价	价格从最高位下跌的幅度（%）
1637 年，荷兰永远的奥古斯都（郁金香球茎）	5 500①	50①	99
1720 年，英国南海公司	1 050②	129②	88
1720 年，法国密西西比公司	18 000③	200③	99
1929～1932 年大萧条，道琼斯工业指数	381.2	41.2	89

Source: © David Dreman, 2011. Currency used was that of each nation at that time: ①florins; ②pounds sterling; ③livres.

表 1-2 当代的郁金香泡沫

	最高价（美元）	最低价（美元）	价格从最高位下跌的幅度（%）
IPO 泡沫，1961～1962 年			
AMF	63.31	15.63	75
Automatic Canteen	44.52	9.75	78
Brunswick	9.36	0.63	93
Lionel	30.81	3.86	87
Texas Instruments	0.85	0.20	76
Transitron	42.38	6.25	85
Adler Electronics	24.00	8.50	65
Universal Electric Labs	18.00	1.38	92
资产泡沫，1966～1969 年			
Control Data	29.12	4.81	83
Electronic Data Systems	162.00	24.00	85
Leasco Data Processing	53.96	6.60	88
Ling-Temco-Vought	164.36	6.91	96
Mohawk Data	111.00	18.13	84
National Student Marketing	143.00	3.50	98
Polaroid	72.88	25.19	65
Recognition Equipment	102.00	12.00	88
University Computing	442.92	52.63	88
Itek	160.47	20.12	87
Kalvar	73.00	11.00	85
二级市场，1971～1974 年			
Kidder Peabody Nifty Fifty	—	—	81
Avon	17.50	2.33	87
Clorox	6.63	0.69	90
Curtiss-Wright	7.41	0.63	92
Data General	24.75	5.25	79
Polaroid	74.75	7.06	91
Rite Aid	3.55	0.16	96

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	最高价（美元）	最低价（美元）	价格从最高位下跌的幅度（%）
Simplicity	4.88	0.88	82
Tropicana	60.38	6.50	89
Wal-mart	0.07	0.01	79
IBM	22.83	9.41	59
Eastman Kodak	54.13	20.56	62
科技泡沫，1979～1990 年			
Ask Corp	32.67	0.06	100
Cullinet Software	33.38	4.13	88
Floating Point Systems	46.00	0.44	99
互联网泡沫，1996～2002 年			
纳斯达克 100 指数	4 704.73	804.64	83
房地产泡沫，2007～2009 年			
标普 500 金融优选行业 SPDR	38.02	6.18	83

Source：© David Dreman，2011. Data Source：Center for Research in Security Prices（CRSP）.

泡沫会随着时间改变吗

我将试着严谨地证明泡沫不会随着时间而变。如果真有变化，那就是泡沫在20世纪60年代之后出现得越来越频繁了，股价的波动性也越来越大，对美国、世界经济和金融系统的破坏性也越来越大。

表1-1显示了历史上四个经典泡沫中的价格从其高位下跌的情形：郁金香投机热潮（1637年）、密西西比泡沫（1720年）、南海泡沫（1720年）和1929年大股灾。名叫“永远的奥古斯都”的珍稀红色郁金香球茎的价格从最高价下跌了99%。密西西比公司的股价也下跌了99%，而南海公司的股价下跌了88%。最后，在1929～1932年，道琼斯工业指数造成了金融大灾难，从1929年的最高点381点下跌到1932年的最低点41点，下跌了89%。

表1-2显示的是1960～2009年间美国市场出现的6次主要的泡沫。1932～1960年没有出现投资狂潮，可能是因为投资者对1929年大股灾和之后的大萧条记忆犹新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这段期间至少出现了三次大的房地产投机热，还包括80年代中期的一次储蓄信贷危机、80年代末和90年代初（未列出）的商业房地产崩盘，以及几年之后发生的“危机之母”——次贷危机。表中也没有包括一些较大的房地产泡沫，如20世纪20年代中期的土地泡沫——南佛罗里达州出售的大量沼泽地，当时购买者的兴趣如此之高以至于《迈阿密新闻》出版了一期共504页满是房地产广告的专刊，之后是30年代房地产价格跳水。

当然还有很多未列入的小泡沫，包括多次的艺术品狂潮（20世纪80年代末毕加索作品的价格每天上涨1%左右）。还有邮票、收藏品、稀贵金属、黄金、宝石和硬币收集热潮，以及20世纪90年代初东欧剧变时出现的一些泡沫。1960年以后的投机狂潮的数量很多，相比之下，表1-1所列出的1929年大股灾之前300年中只出现了3次投机热潮。

如果用美元计量的话，表中没有列出的那些年出现的泡沫事件，可能与表中列出的股市泡沫一样大或更大。

表1-2同样显示，1960年以来的6次股市泡沫的主要趋势是科技类股票的作用越来越突出，最终导致了1996～2000年臭名昭彰的互联网泡沫，这也是目前为止最大的科技泡沫。科技股曾经有特殊的魅力。每个人都知道IBM的巨大成就，它在1945～1968年让原始股东的投资翻了110倍，而且现在还在上涨。为什么不去投资下一个IBM呢？股市的推手——也就是投资银行家——将成千的新科技公司推销给投资者。比如，电脑租赁公司都能够卖出超过其收入四五倍的价格，投资者被告知，该公司只是从IBM购买电脑，然后以低价租给他人。里斯卡数据处理设备公司和莱文汤森计算机公司在破产之前，为其创始人和投资银行家赚取了数十亿美元。十年后，那些“未来的IBM”大多破产了。

泡沫之中任何狂热的概念都管用。每个投资狂潮中的投资者都相信和追随“仙笛神童”[⊖]。这些爱开空头支票的人引诱投资者炒作全国学生营销公司（NSM）

⊖ 穿花衣的吹笛手，德国传说中的人物，被请来驱逐镇上的老鼠，却拿不到报酬，因而吹笛子把镇上的小孩拐走。也指爱开空头支票的人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，那是20世纪60年代末市场泡沫中最热门的一只股票。有一段时间，交易价格几乎是其收入的100倍，因为NSM被认为具备了成千上万大学生的集体营销能力。但真实的市场是什么（市场有多好）人们并不知晓。NSM的“巨大”的市场营销队伍在顶峰时可能吸引到700名兼职大学生，这个故事听上去很合理，所以公司在被市场抛弃之前，其股价曾一度上升到143美元。然后开始下跌，而且股价永远没再涨回来。

当代的股灾更严重

市场泡沫有很多相似之处，但最近的繁荣和萧条周期有一个很重要的不同之处。荷兰、法国、英国在泡沫破裂之后仍然欣欣向荣。虽然有很多投机分子失去了他们的房子、生意、贵重金属和其他有价值的资产，但其国家的经济仍然强劲，在泡沫之后的年份中持续增长。而20世纪60～90年代早期的泡沫，虽然比任何时期都要严重，但对经济的长期破坏作用很有限；国家仍然兴旺，经济仍在增长。表1-2列出的最后两个泡沫是不同的品种，不仅最近出现的泡沫越来越频繁了，同时这些泡沫也更具毁灭性。1996～2000年的互联网泡沫和股灾估计让投资者损失了7万亿美元，并迫使近百万已经到了退休年龄的人不得不继续工作，因为他们的退休金计划损失惨重。

由于财富严重缩水，格林斯潘和继任者本·伯南克让利率在很长时间里保持在非常低的水平。这一灾难性的政策加速了最近这次金融危机的产生。这场金融危机仅在证券上就导致了25万亿～30万亿美元的损失。加上危机造成的GDP损失、就业率下降和其他主要费用，总额还要高出很多。我们还可以看到当代的投资狂潮所带来的损失与几个世纪之前一样多，有时还更高。南海公司的股票在顶峰时上涨到原价的720%，郁金香的价格上升了15倍。相比之下，高通公司的股票狂飙了220倍，雅虎是180倍，亚马逊则是75倍，其他很多互联网股票也被追高了几十倍。

所有这些都发生在有史以来受过最好教育的投资者身上。他们拥有强大而先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进的计算机、即时通讯设备，随时可以获得快达纳秒级的更新数据，能用钱买到最好的研究资料。所有用来做逻辑决定的工具比以往任何时候都要好，但结果却是历史上最差的。所有这些都说明了了解投资者和市场心理很重要。投资者过度反应的心理现象，现在只被认知心理学和神经经济学领域的专家详细研究过，他们的工作对泡沫为何以及如何发生给出了新的解释。更重要的是，产生泡沫的同样力量如何影响我们在市场中所做的投资决策。这一研究为那些非常聪明的投资先锋倡导的投资者非理性行为提供了有力的支持。

了解早期的泡沫事件

在成为时髦理论之前，适用于市场行为的当代心理学观点早在 170 年前就出现了。与化学、医学或其他科学领域一样，其在科学方法上迈出的第一步是精确观察。回到 19 世纪 40 年代，苏格兰的新闻工作者查尔斯·麦基（Charles Mackay）用他超常的观察能力开启了行为金融学的先河。他写了一本不可思议的书《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》，首次出版于 1841 年，到现在仍然在刊印。

麦基检视了我们所讨论的三次历史泡沫——荷兰郁金香狂潮（1630）、英国南海泡沫（1720）和法国密西西比泡沫（1720），以及其他群体性癫狂，从点金术到对受怀疑的女巫或巫师处以极刑。他说："我们发现整个社会突然将他们的注意力集中在一件事情上，为了追求这件事而疯狂；几百万人同时着迷于一个幻觉，追随它……冷静的名族贵胄顷刻会变成疯狂的赌徒，将所有的身家都压在一张纸上……人们啊，有人已经说过，在群体中思考……在群体中发狂，而他们只能一个个缓慢地恢复自己的感知。"麦基所观察到的不断重复出现的特征是，当投机热情的浪潮衰退后，泡沫开始破裂，人群变得极度恐慌，就像他们曾经极度癫狂一样。当大家蜂拥抛售时，谨慎和理性消失了。在股市崩溃之时，恐惧的投资者不再关注股票的基本面价值，就像他们在买入的时候不觉得股价太高一样。麦基像当代作家一样，尝到了狂热和恐慌的滋味。

在麦基之后，勒庞（Custave Le Bon）写了《乌合之众：大众心理研究》，英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文版出版于1896年。勒庞是法国社会心理学家、社会学家和物理学爱好者。他的书非常聪明地抓住了麦基所描述的大众行为和情绪。勒庞写道："当一个群体中所有人的情感和想法都指向一个方向……集体心理就产生了……展现出非常清晰明确的性质。集体因此产生了……心理学上的乌合之众。"

勒庞指出的一个显著的特征是，乌合之众没有能力将假象与现实分别开来："大众想象出一个景象[⊖]，而这个景象很快召唤出一系列其他的、与第一个景象无逻辑关联的景象……人群将景象所唤起的想法当成事实，尽管它们与所观察到的事实之间相距甚远……人群只能接受这个景象中的想法，只能被这个景象所影响。"

对于群体来说，很少有什么景象会比许诺成为富翁更有魅力。如果你足够幸运，通常需要通过一辈子的努力才能获得的财富，在几天或几个月内就可以不费吹灰之力获得，这个景象确实极为诱人。想想那些在2000年早期就开始背负其完全无法承受的债务的购房者吧。毫无疑问，麦基和勒庞是远远超过其同时代人的出色观察者，但他们没有提到而现在的研究给出了更详细解释的是，为什么群体会毁灭于如此荒谬的不理性。

新心理学一瞥

解释那些持续的、可预测的错误行为的心理学研究，很大程度上是起始于20世纪70年代。这项研究最终吸引了两个领军人物的加盟——丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和弗农·史密斯（Vernon Smith），2002年诺贝尔经济学奖得主。在我于1998年出版《逆向投资策略：背离大众，跑赢大市》之后，更多前沿的研究被发表出来。新的研究成果在认知心理学和神经经济学的层面上提供了有力的证据，解释了为什么泡沫如此有力、如此频繁地重复发生，为什么逆向投资策略在过去非常有效，而且会在将来继续跑赢其他投资方法。

⊖ Image，心理学指意象，本书也译作"景象"，以方便理解。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像心理学家从心理失常的病人那里了解到人类大脑的很多功能，投资领域的研究者通过调查投资狂潮和大股灾而获得对金融决策有价值的见解。投资泡沫是投资者反应过度的最清晰的例子，因为此时股票价值与价格常常处于两个极端。

我认为这些工作只是这一激动人心的领域的开始。

这项研究极大地解释了为什么人们被投机狂潮和泡沫所俘获，为什么意识到正在发生的事情会如此困难。让我们作别 18 世纪英国公爵夫人和 21 世纪投资银行家绝望地追逐诱人财富的扭曲可笑的画面，也与那些导致他们做出如此行为的不良情绪分手吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章
Chapter2

危险的情绪

前一章描述的投资者将财产倾注于所有历史性的泡沫中的现象很有趣。就算是庞氏骗局之王伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff），可能都会对后来泡沫的发起者嫉妒不已。他们的计划比麦道夫要简单很多，而且如果被抓住了不用蹲监狱，也不会输得底裤精光。想到数百万人的退休基金和金融资产备受打击，这一点也不好笑。

尽管有关投资者和市场行为的心理学研究逐渐受到感兴趣的投资者的追随，但大部分经济学家、金融学者和华尔街专家，仍然没有重视心理学在投资决策中扮演的重要角色。从20世纪70年代起，我就开始参与部分关于认知心理学、社会学和实验心理学方面的研究。毫无疑问，这些发现对我们了解反复诱骗我们做出错误判断的市场现象很重要，这也是我们在接下来两章里讨论相关细节的原因。

直到最近几年，我一直对市场上的某些重要事件感到困惑。尽管有很多空白已经被填上，但拼图上仍有一个重要的部分看上去没补好。在上一章我们已经探讨了这个部分：为什么人们在投资狂潮和恐慌中会像发疯了一样？他们怎么会花75 000美元（按今天的购买力计算）来买一个稀有的郁金香球茎，而又在几个月之后连750美元都不愿意支付了呢？投资者怎么会在2000年早期为红帽公司（一家热门的计算机软件公司）的股票支付每股150美元，而两年不到就只会支付3美元了呢？

是什么将那些在20世纪末21世纪初本该完全理性的投资者，驱使到那些比几个世纪之前更具有破坏性的投机狂潮之中？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的，认知心理学、社会心理学和其他一些相关的学科已经在指出投资者所犯的无数心理错误，以及如何理解这些错误既可以保护你自己又可以帮你赚大钱上起到极其重要的作用。当然，没有一个心理学研究可以回答为什么股价的波动会如此剧烈，也无法回答狂欢为何瞬间就变成了恐慌。

情绪：心理学的一个强大的影响因素

幸运的是，现在有新答案了。从20世纪80年代就有人开始研究，并且近二十年里有越来越多的研究者对此产生了兴趣，逐步地有很多激动人心的新发现开始回答这个问题。这些答案不仅让我们对为何泡沫如此频繁发生，以及在疯狂和恐慌之时股价的波动为何如此剧烈有了关键理解；它们也可以用来解决其他很多的市场问题，有些对我们的投资决策很重要，其他一些切入了当代风险分析的核心。

其中最重要的发现是情绪，有时候也叫情绪启发（affect heuristic），最近才被认为是我们在判断和做决定时的重要组成部分。[⊖]对情绪的各种研究显示我们强烈的偏好、厌恶和观点，以诸如开心、伤心、兴奋以及害怕的形式表现出来，会自觉或不自觉地严重影响我们做决定的过程。

情感本身也可以通过与理性做决定的过程融合在一起作用于市场内外。情感是感性的，而非认知的，因此它反应迅速且不假思索。这种反应是感性的，常常不是也不需要是理性的。

认知心理学权威保罗·斯洛维奇（Paul Slovic）教授，他的工作与诺贝尔经济学奖获得者丹尼尔·卡尼曼的研究，对我们了解情感和启发很有帮助，他写道："意象，受正面或负面的情绪感受影响，引导着判断和决策。"即人们大脑中对事物或事件的看法会呈现出各种不同程度的正面或负面情绪。比如，一个狂热的体育迷对自己喜爱的球队表现很热情，而对竞争对手的球队表现出不友好。斯洛维奇的文章继续写道："人们用情绪启发法来做判断……人们在做判断的过程

⊖ 我们在第3章会讨论认知启发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中会考虑或依照一个‘情绪池’（包含所有正面或负面的标签，是一个与有意或无意的表现相互关联的情绪池）。”

我们都知道自己常常会产生强烈的、可能会影响判断的喜好或厌恶。而且我相信你已经发现，那些拥有强烈的政治或宗教情结的人，不是说不可能改变他们的想法，但确实改变他的想法非常难，不论你认为你给出了多么有力的理由。有证据显示，所有类似的争论实际上都只会成为加强对方观点的论据。比如，他可能将你的论点说成是老生常谈。类似的，我们越喜欢一个投资选择，正面情绪就会越强烈；越不喜欢一只股票或一个行业，它会带给我们越来越多的负面情绪。而且在前面的政治观点的例子中，更多的正面消息加强我们对某个政客的正面情绪，而负面的消息加强了我们对那个不喜欢的人的负面情绪。

情绪在我们所了解的大脑在加工信息时的双重加工理论中起到了关键作用。就像心理学家西摩·艾波斯坦（Seymour Epstein）所说，个体从两个交互的平行处理系统来了解事实。理性的分析系统是谨慎而善于分析的，通过已确立的规则和证据（比如数学或工程学）来行使功能。而另一个系统，被心理学家定义为经验系统，是直觉的和非语言的。经验系统利用从经验和情感回忆中获得的信息，将现实编码成附加了情绪感受的意象、隐喻和故事。

是情绪而非认知，使得经验系统的运转快于理性的分析系统。理性的分析系统可能需要很多天或几个星期来收集整理所有需要的部分。留心一下，如果我们认为自己会获得很高的投资回报（正面情绪）或我们可能会在一只爱股上全军覆没（负面情绪），甚至是听到诸如“诱骗”或“驾车枪击案”这样的字眼时，我们的大脑形成反应的速度有多快。情绪有如此强大的情感压力，它可以隐而不显地推翻我们在市场上获得的训练和经验，而且就像我们很快会看到的，情绪在很大程度上解释了股价极度扭曲的原因。

意象和关联是将过去、当下和期望的经历加入理智之中。而且，我们对思想或一群人、股票、行业或市场的正面或负面的感受越强烈，对这些事物的决策就越强烈地受到情绪的影响。

情绪也会影响目睹了事故或犯罪行为的证人的想法。人们常常是差劲的目击

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证人，而且会很难重新回想起整个事件，因为他们会集中在这个或那个的情绪细节中。情绪系统锚定于情感，常常与理性相距甚远。

尽管理性分析在很多情况下对决策很重要，依赖于情绪和情感做决定，是驾驭这个复杂、不确定且有时候很危险的世界快速、简易而且非常有效的方法。在非常焦虑和不确定的情况下，人们很自然地被经验体系，主要是情绪所俘获。

其中的一个重要原因是情绪常常有能力压倒我们的分析，理性分析的记忆库被与相关联的事件的记忆库和人们的情感所取代。这种替代很方便，但有时候极其危险。我们前一章里看到的那些泡沫，以及后面将会看到的泡沫，其基础都是情绪。

你可能已经猜到情绪也是一种强有力的潜意识，当投资者获得了不完整或不一致的信息而又不得不做出决定时，情绪可能会影响投资者的判断。在一个上涨的市场中，投资者会着迷于已经获得的大量财富，进而垂涎于未来获得更多利润的意象。经验系统轻易地压倒了理性分析系统。在泡沫之后必将到来的恐慌中，情感意象的转变惊人。我们不再期望从主要的投资中获得巨额收益。现在我们被动引入了负面情绪。情感系统闪现未来将会出现损失的意象。股价越下跌，负面情绪越强大。“卖出，卖出。”在股票继续下跌前，大部分投资者的大脑中都闪现出这一卖出信号。不久以后，意象完全变成了厄运。

情绪绝不仅限于市场上。不管是汽车还是时装界，成功的市场营销人员几十年来都利用情绪的作用，来操控买家对其产品生出喜爱之情。研究者开始研究情绪的力量在其他领域中的作用——从体育迷的暴动到谋杀，鼓动人群有时候做出愚蠢或致命的行为，最糟糕的例子是种族灭绝。自从纳粹大屠杀之后，尽管1945～1946年战争罪行在纽伦堡被审判，联合国国际法院在1945年也于海牙判处了严厉的惩罚，但后来还是发生了很多令人厌恶的事件。由极端情绪产生的仇恨可以如此之深，以至于人们不再将受害者当做人类，而是为了自身生存必须加以消灭的被捕获动物。情绪会导致行为远离正常基准。

情绪也可以通过巧妙的方式起作用。比如，你认为默克制药公司看上去很好，而制药股表现低迷，但你还希望浏览更多的信息。然而，因为股价在上涨，你没时间收集所有你想要的数据。你就退回到情绪之中，常常自己意识不到，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为此时情绪与你的直觉吻合，加强了你决定买入的意愿。

依赖情绪会对我们产生误导，有时候是非常差劲的误导。如果跟随情感本能总是最优的选择，那么人们就不需要理性分析系统介入思考过程，后者在人类活动中的作用也不会如此显著了。现在，是时候来了解情绪带给市场的一些致命缺点了。经验系统提供了情绪带来的心理“火箭燃料”，加强了获利意象。情绪因为是情感的而非认知的，因而具有潜在的助益或危险。

下面我们会检视情绪的四种重要的形式，这些情绪长期来看总是让投资者的投资组合伤痕累累：①对概率不敏感；②风险的判断和收益呈负相关性；③持续性偏差（durability bias）；④时间解释效应（temporal construal）。

对概率不敏感

情绪可以通过很多重要的方式引发决策错误，其中最重要的是情绪让我们对投资价格的上涨（或下跌）的真实概率不敏感，不去探究引发涨跌的原因。当一个潜在的结果，比如买入股票时的巨大获利，伴随着显著而强力的情感意味，这种情形的真实概率，或随着外界环境的改变而改变的概率，其重要性会变得微不足道。

一些显著的研究结果支持投资者对概率不敏感的说法。乔治·卢文斯坦（George Loewenstein）、艾克·韦伯（Elke Weber）、克里斯多夫·海斯（Christopher Hsee）和内德·韦尔奇（Ned Welch）教授指导的一项有趣的研究显示，如果人们认为他们将赢得州政府彩票，无论真实发生概率为万分之一还是千万分之一，他们所下的赌注以及期望获胜的机会都是相似的。如果人们感觉自己会赢，他们会乐意为同样获胜概率的彩票多付 1 000 倍的赌注！有趣的是，这与投机者在股票狂热期为热门股票所支付价格的情形类似。卢文斯坦及其合作者注意到，赌徒更容易为一个非常正面的结果的可能性（possibility）而非概率（propability）所打动。结果是，极小的概率承载着巨大的期望。

另一项有趣的研究发现，投资者看上去在泡沫市场中不在乎为一只令人心痒难熬的首次公开发行（IPO）的股票支付高价。著名的经济学家罗伯特·希勒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Robert Shiller）证明，如果一个投资者想买入一家公司的 100 股股票（假设价格是 10 美元），对他来说，公司是卖出 100 万股还是在 IPO 之前需要拆出 500 万股股票来募资都一样。希勒发现，对于 IPO 的买家来说，好股票的价格高出 5 倍并不重要，即使公司给他的是只有原价值 1/5 的股票，买家依然愿意用 10 美元的价格买入 100 股股票，因为他深信股价会走高。

其他研究结果也支持投资者对概率不敏感的结论。尤瓦尔·罗登斯特莱希（Yuval Rottenstreich）和克里斯多夫·海斯证明了如果一个赌局的可能结果充满强烈的情感诱惑，它对赌徒的吸引力（或排斥力）与概率的变化关系不大，即使概率从 0.99 变为 0.01，即变化 100 倍也不敏感。这些发现指出了泡沫中高估的关键：**如果我们对一只股票或一项投资的前景有强烈的情感，我们有时会支付高于其真实价值 100 倍的价格。这一发现抓住了为什么股价在泡沫期会飙升的主要原因。**

图 2-1 证明了这些发现是正确的。我们将会看到，如果图表与研究之间有什么区别的话，那就是高估可以远超收益的 100 倍。从 1996 年年初到 2000 年 3 月股市的高点，纳斯达克 100 指数使得最大的互联网和高科技公司股票上涨 717%。从 2000

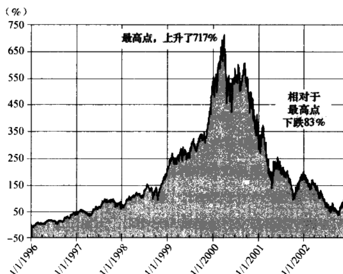


图 2-1　市场泡沫的影响：纳斯达克 100 指数的表现
（1996 年 1 月 1 日～2002 年 12 月 31 日）
Source：© David Dreman，2011. Data Source：FactSet Research Systems Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年3月的高位到2002年10月的低位，指数下跌了83%，是自1929～1932年道琼斯工业指数下跌89%以来，美国主要市场指数下跌最严重的一次。在泡沫接近最高点时，纳斯达克100指数的市盈率超过200倍。几乎所有纳斯达克的公司都拥有看上去会快速增长的产品或服务，这些意象常常与真正能够获得的机会相去甚远。

接下来是两个相当典型的关于投资者对这些股票的热情程度的案例。

案例A：美国在线（America Online，AOL）在2000年3月的动态市盈率是200倍。公司发布的收益在过去6年中高速增长，而分析师相信这种增长还会加速，因为每年有成百万的新用户注册，享用其受欢迎的在线服务。我曾用标准的收益贴现模型做过计算，如果为当时的价格辩护，该公司需要大约180亿的用户，差不多是全球人口的3倍。那时我的结论是，人们需要赶快找到一大批外星人来实现这些“温和的”增长目标。

很快，美国在线与时代华纳合并，实际情况比预期的全球范围内的竞争态势更严重，在线增长急速下跌，而被会计方法过度高估的收益最终急剧地回复到低位，结果合并后的公司股价损失惨重。2000年第一季度每股100美元，合并后的股价比其低位时下跌了90%左右。

案例B：eToys. com是一家激动人心的互联网商务公司，在线销售各种各样的玩具。eToys. com的宗旨不仅是为网上用户提供种类最多的流行玩具，其本质上还为了节约用户的时间。同时，用户能够从公司比其他主要竞争对手较低的价格折扣中获利。

一些大竞争者已经或正在构建强大的在线系统，这一事实被大部分分析师和投资者忽略，结果是eToys. com的折扣政策导致公司巨额亏损，因为与竞争者相比，它不具备获得玩具制造商的大折扣的相应销售额。2009年10月，eToys. com公司股价的顶峰市值是107亿美元，是在全美拥有几百家零售商店的最大的玩具零售商玩具反斗城的3倍。eToys. com的销售额占玩具反斗城的1%还不到。就像我们记下的，该公司在运营层面是失败者，而玩具反斗城保持了长期盈利记录。eToys. com是由一位资质一般的零售经理构思和运营的，其管理深度有限。准确而不留情面的说法是，其管理水平最多也就那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有切实的商业计划，该公司持续巨亏，2001 年走向破产。所有这些事实在当时都可以获取，然而分析师、基金经理和投资者因为公司传递了非常有利的正面意象而没有处理好这些信息，并且继续认为该股票是有生以来非常难得的投资机会。这再次说明了，当正面的情绪处在高速挡时，理性和逻辑的分析常常被经验所压倒。

尽管上述两只股票的特质不同，但都是纳斯达克综合指数的一员。与其他很多高科技和互联网事件一起，它们在当时被市场高估了。在 1996 ~ 2000 年的互联网泡沫中，对重大获利的可能性的敏感度而不是其概率，是互联网与高科技类股票股价被严重高估的重要原因。

1999 年我开始制作截至互联网泡沫高峰期的股价表 2-1。此表显示了当时最热门的前十大互联网股票的市盈率。1971 ~ 1974 年和上述市场是经典的两个层次的不同市场，那时看重的是快速增长的大公司。在市场顶峰期，前 50 只领头的成长型股票的平均市盈率是 51 倍，高于这一类股票的正常市盈率 25 ~ 35 倍。在 1973 ~ 1974 年熊市股票剧烈下跌之后，这些公司的股票被长期持有了，成了那些为期望的成长支付了太多代价的投资者的一个典型案例。

表 2-1 狂热市场的标记：互联网泡沫（1996 ~ 2000 年）

公司	10/31/1999 价格	10/31/1999 市盈率	折让未来 EPS 的价格：15%①,②	8/31/2002 价格
eBay	$67.57	1 930	$4.75	$56.52
RealNetworks	54.85	1 219	5.31	4.58
Yahoo!	89.53	1 194	10.18	10.29
DoubleClick	70.00	933	6.70	5.63
Priceline. com	60.25	603	8.92	2.35
Amazon. com	70.63	353	17.87	14.94
Lycos③	53.38	334	18.87	11.19
Qwest	36.00	327	13.00	3.28
MindSpring③	25.69	257	11.80	6.10
E*Trade	23.81	238	10.27	4.34

注：从 1999 年 11 月 ~ 2002 年 8 月 31 日股票平均下跌 79.1%。

① 假设收益在前三年增长 50%，在接下来的五年里增长 25%，然后在接下来的 6 年中增长 20%，再然后在接下来的七年中增长 15%，之后每年增长 7.5%。

② 增长率折扣的计算方法：15% 的增长折扣包括 5.9% 的政府长期债券增长率和 9.1% 的风险溢价。

③ Lycos 公司在 2000 年 10 月 30 日被 Terra Networks SA 公司以 2.15 股兑 1 股 Lycos 股票的价格收购。

Source：© David Dreman，2011.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996～2000 年的互联网泡沫有所不同。表 2-1 显示的价格收益比是收益的 1 930倍，这些公司的平均市盈率是惊人的 739 倍。我们可以这样测量此次泡沫的荒唐级别，表 2-1 所显示的十家互联网公司的平均市盈率，是 1971～1974 年市场“漂亮 50”家公司平均 51 倍市盈率的 14 倍。1996～2000 年泡沫中的公司并非小的或不知名的公司，其市值在 16 亿～301 亿美元，比标普 500 指数公司的平均市值还要高。

我们决定找出表中的股票在接近泡沫顶峰的 1999 年 10 月时的基本价值。起点是分析师一致同意的 1999 年收益预期。然后假设表中所列的公司在接下来 21 年中的增长可以采用美国公司历史上收益增长率最高的增长率，之后再假设可以采用标普 500 指数中的正常收益增长率。收益增长率对这些有激动人心的概念公司的贡献几乎是戏剧性的（请看表 2-1 中的假设），结果证明即使收益已经达到了自美国建国以来几乎没有公司能达到的上涨程度，其股票依然处于被高估的状态。

表 2-1 第三列是我们通过每家公司的收益折现计算出得降低了很多但依然被高估的股价。为了计算出这些价格，我们利用了一个简单的收益折现模型，即一个计算股票价值的基础模型。[⊖]

比较第三列和第一列的价格，然后比较每家公司股票目前的价格。第一列的股价与第三列模型所给出的股价相比，最高的是 14 倍，最低是 2 倍多。尽管我们在第三列中给出的价格基于极度夸张到不合理程度的高收益，第一列中所列的公司真实股价在 2000 年 3 月又上涨了一倍，互联网股票的价格弹射得更高了。

表 2-1 第四列（1999 年之后才添加这一列）显示了泡沫破裂之后的 2002 年 8 月 31 日的股票价格。这类公司的平均跌幅是 79.1%。只有 eBay 这一只股票仍然高于第三列中当前价值模型所估计的股价。另一只股票的价格轻微高出第三列中

⊖ 收益折现模型采用分析师对一家公司未来收益（常常是 30 年或更长时间）的估值，同时给出一个由每年收益和 5.9% 的当前长期政府债券收益以及 9.1% 的风险因素所组成的贴现率（作者的想法很值得思考，他在计算增长时将市场中处于发展早期、已经没有竞争力或因为其他原因增长受到影响的公司区分开）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格的近 1%，其他 8 只股票都低于模型中的估值，其中有些股票价格远低于模型的估值。就像我们所写，在高科技股票和市场泡沫中大约有 7 万亿美元蒸发，而 1987 年大股灾从最高点到最低点相应的损失是 1 万亿美元。

风险判断和收益呈负相关性

情绪会让我们对一只股票或我们整个投资组合的风险视而不见吗？投资学清楚地说明这种情况不会发生。毕竟，风险理论已经存在了 50 年，而且有数不清的抗风险防御系统保护我们的投资组合免受风险的打击。投资者、投资顾问以及投资基金都在使用有效市场理论和极具优势的现代风险理论，他们认为风险即波动性。不幸的是，近期关于情绪的研究给出了有力的证据，证明大部分人所使用的风险防御措施并不起作用。

有效市场理论声称承担的风险越大，投资所获得的回报也就越多。情感理论发现事情并不是这样。巴鲁克·费斯科霍夫（Baruch Fischhoff）、保罗·斯洛维奇，萨拉·利切滕斯泰因（Sarah Lichtenstein）、史蒂芬·里德（Stephen Read）和芭芭拉·库姆斯（Barbara Coombs）等教授发现，风险的判断和收益呈负相关性。也就是说，真实风险越高，所获得的收益越少，而风险的标准越低，回报越大。总的来说，现代风险理论完全颠覆了我们的观念，而对情绪所起作用的研究解释了个中缘由。

这些发现的“观点”被后续大量的文章支持。研究者向测试者询问各种行为的风险程度，测试者的回答基本是一样的，认为在各种潜在的危险或冒险之下，所获得的收益或回报越大，其承担的风险越低。实际上，被测的每个事件的风险都相同，只是把每个事件按照获利大小分为不同的级别。相反，所获得的回报或利益越低，其承担的风险越大。比如，研究者发现酒精饮品和食品添加剂被认为是没什么用处但风险很高的东西，而疫苗、抗生素和 X 光检查趋向于被认为有益而风险很低。在投资界中，高风险被认为与高回报紧密相连。按照当今的投资理论，这种心理行为本不应存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯洛维奇、麦格雷戈（MacGregor）、马姆福斯（Malmfors）和珀奇斯（Purchase）访谈了英国毒理学协会的成员，发现这些专家也认可风险判断和收益之间的负相关性。[⊖]这些行为学研究者宣称风险和收益之间具有负相关性，即使是自然情况下也会产生收益或获利明显，且所承担的风险不同。困难的是如何让投资者从心理学层面认识到风险和回报看上去是负相关的。在市场中，我们总是基于理性的考量，才认为它们具有正相关性。

阿里·阿哈卡米（Ali Alhakami）和保罗·斯洛维奇的一篇研究论文指出，一个事件（比如杀虫剂）所承受的风险与获得的收益，是与该事件相关的正面或负面情绪相关的。结果暗示人们越喜爱一个事件（例如使用一种未经检验的癌症治疗或者买入一只互联网股票），他们越会认为这一事件的益处大而风险低。相反，人们越讨厌某些事件，比如用煤炭作为燃料发电、摄入酒精饮品或买入一只回报普通的股票，会认为这些事件的风险很高。

阿哈卡米和斯洛维奇的研究结果暗示人们，对一个行为或一项技术的风险判断和收益不仅与人们如何看待它相关，也与他们对这些事件的感受相关。如果人们有一个非常喜爱的想法或概念，他们会趋向于认为其风险较低。因此情绪再一次进入场景中，这次允许感受去干预和更改我们对风险的理性决定和选择。在金融领域中，尤弗·甘扎赫（Yoav Ganzach）通过研究得出结论：如果人们认为股票很好，他们会判断该股票的风险低、回报高；如果他们认为股票不佳，会判断该股的风险高、回报低。然而，对于熟悉的股票，他们认为风险与回报正相关，与上述态度所衍生出来的判断不同。

⊖ 同预期一样，面对被测试的危险物，专家的情绪反应力度会强烈影响这种负相关性。在第二项研究中，同样的毒理学家被要求对30种化学样品（比如苯、阿司匹林、二手烟和食物中的二噁英）在情绪的范围内（好或坏）进行“快速直观的评级”。接下来，他们被要求判断暴露于少量的化学样品的危险程度，暴露的多少被定义为少于监管机构关心剂量的1/100。理性的分析，因为暴露的剂量非常少，有人可能会认为这些风险判断会很低且均匀，结果与情绪评级没有或只有较小的相关性。但相反的是，情绪和暴露于很小剂量的化学样品之下的风险判断具有非常强的相关性。当情绪评级非常负面时，少量暴露的风险判断也很高；当情绪评级是正面的，风险判断会很低。几乎每一个回复（97个应答中的95个都是）都证实了这一行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这项研究结果为解释情绪在图 2-1 和表 2-1 所表现出来的风险感知力，起到了重要作用。在两个例子中，投资者的情绪很积极正面。这表明看上去股票的价格高出真实价值很多倍；面对被广泛遵守的投资原则，投资策略的风险可能被投资者非常正面的情绪所忽视。与分析或逻辑相比，我们所展示的 1999 年年底纳斯达克股市的领先股票（表 2-1）无论如何被高估，都无法改变投资者认为他们自己投资的是低风险股票的想法。

在进行估值时，分析师被情绪影响，可能不会真地认为风险因素会与预期的回报有很高的相关性。在互联网泡沫接近顶峰时我阅读了大量分析师的报告，很少看到关于主要风险的分析。这在计算现代证券分析的有效性时非常重要，在类似于情绪这一类的情感影响理性分析过程时通常也会用到。风险通常很明显，比如像 eToys. com 和其他成百上千家类似的财务、管理有问题和商业计划不佳但股价一飞冲天的公司。几乎所有这些因素都可以很快地从任何一个有能力调查但没有调查的研究者那里获得。但绝大部分报告都在讨论未来巨大的潜在回报，以及为什么这些回报会出现的详细内容。

相反，在 1996～2000 年的泡沫中，人们对通过标准估值指标给出风险很低评价的价值股带有很负面的情绪。因此，那时大部分投资者因受情绪影响，认为这类股票比它们按估值标准所体现出的风险要大。这些股票常常被认为要比 IPO 的股票或互联网和高科技股票的风险高很多，但后两者最后崩盘了。风险回报的情形在互联网狂潮中被颠覆了。就像我们将会看到的，尽管泡沫给了大家教训，但人们并没有醒悟，它们一直就在那里，开启了通往机会之门。

当互联网泡沫在 2000 年春季破灭的时候，在互联网和其他热门股票惨遭屠杀之后，那些被认为极具风险而回报又低的价值股被重新评价为极好的股票。在投资世界里，我们再次看到了情绪压倒理性分析方法的例子，可能在某种程度上从其他体验性实验领域还没有观察到这一现象。那之后，更多的对互联网股票和价值类股票的正常估值开始被重新启用，这很大程度上改变了 1996～2000 年泡沫中的估值方法。

不幸的是，在这之前，情绪施加于投资者身上的影响（包括大量临近退休年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

龄的投资者）造成了极大的破坏性后果。报纸连篇累牍报道的是成百万的人不得不增加工作的年限。引入情绪的研究成果，看上去为这种有害的氛围提供了一个看似合理的解释。

投资者大脑中强烈的正面情绪和低风险、负面情绪与高风险之间的联系，在泡沫过程中看上去更清晰，我们接下来将会谈到，这种联系也会在其他很多不同的市场环境下出现。风险—情绪的关联对当代风险管理和金融理论也有很重要的启示。

持续性偏差

情绪倾向于在股市上升期改变人们评价的另一个原因是，我们倾向于高估一个正面或负面的事件或收益异动消息对股票和行业或对整个市场的影响的时间跨度。吉尔伯特（D. T. Gilbert）、比奈尔（E. C. Pinel）、威尔逊（T. D. Wilson）、布隆伯格（S. J. Blumberg）和惠特利（T. P. Wheatley）教授发现，在愉悦或悲惨的事件发生之后，市场参与者通常会过高估计这一正面或负面情绪的持续时间，这种效应称为“持续性偏差”。

这一发现既可以测量对一个正面或负面的收益异动消息的过度反应，也可以应用于其他市场正面或负面事件。举例来说，在英国石油公司的一个钻井平台发生爆炸和随后墨西哥湾发生大型石油泄漏事故后，石油勘探公司的股票在2010年春天一落千丈。那时社会普遍认为海湾或其他美国周围的近海在几年之内将不会允许开采石油。同时，清理石油污染的费用被认为会成为英国石油公司及其伙伴公司的负担。但一年之内，美国海滨重新允许深海钻探，其费用虽然很高，但众多公司还是可以承受的。那些被曝光最多的股票在一年之内上涨了超过一倍。

这个发现就像我们在第三和第四部分会看到的，对解释“劣质”股票的表现优于“优质”股票，以及这两类股票对意外事件的持续但相反的反应会很有帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间解释效应

情绪让我们做出关于时间的错误判断。近期发生的事件更有可能以密集而特别详细的方式被报道。短期事件包括实际销售和收益高于或低于分析师的预期。同时，对于未来，一个事件发生的时刻越遥远，其回报更有可能表现为抽象或一般的特点，它们包含了股票概念的精髓。这种现象称为“时间解释效应”。这种情感特征导致投资者拓宽了对热门或非热门股票的长远预期。如果对未来的展望是负面的，结果将会逆转。

情感对长远预期的判断产生了平滑效应。**不同于将重点关注于大量短期的投入（大部分正面的，但也有负面的投入），专注于激动人心的长远预期的想法，会获得比短期预期更好的结果。**

在强烈的正面或负面情绪影响之下，股票、行业或市场本身的价格会过高或过低。特鲁普（Trope）和利伯曼（Liberman）教授发表报告认为，对长期回报很乐观也许可以由情感的特征做出解释。

时间解释效应帮助解释了逆向投资策略在长期会持续拥有好的表现，同时解释了泡沫期技术股被空前高估的情况。在第一个例子中（我们在第四部分会详细解释），投资者预计从冷门股中只能获得最差劲的回报，对这些股票的未来预期打了一个折扣。而在第二个例子中，投资者基本上会增加对概念公司正面结果的预期，这使他们过快扩展到了遥远的未来市场。我们现在看到了很多概念股的表现，比如高估了科技泡沫之中互联网正面事件的影响时间，会如何使得这些概念股被高估。特鲁普教授和同事给出了很多经验性的证据，表明了长期和短期预测的不同的构建途径。

一个显著的例子是网络泡沫破裂前对雅虎增长的预期。雅虎在 1996 年 4 月进行公开募股，是整个网络泡沫中最热门的热门股。

雅虎的股票从 1996 年 7 月的价格飙升到 2000 年 1 月的每股 119 美元（经过股票分拆调整），上升了 18 000 倍。投资者将其看做互联网奇葩，一家拥有几乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以无限增长的广告业务、稳固的收入来源和巨大的客户增长潜力的公司。雅虎的潜在成长性被认为是无与伦比的。

雅虎的销售额在1996~2000年增长迅速，从2 380万美元上升到11亿美元（5年间的年复合增长率为116%）。然而，收益增长并非同样出色。公司在1996~1998年处于亏损状态，1999~2000年才获得收益。雅虎在其股价顶峰接近120美元时，其在整个1996~2000年，公司的每股收益只有几美分。但雅虎的概念起了主导作用。

2000年年初，雅虎的市盈率是5 938倍，大部分投资者认为未来十年雅虎收益的增长率会非常惊人——每年增长超过50%。像雅虎这么优质的公司，其长期预期被极大高估了。在2000~2002年的科技网络股灾中，雅虎的未来增长率和其收益增长远低于市场预期，这两方面的重估对股价造成了严重压力，使得雅虎的股价在2001年初秋之时寻得低位，股价跌去了97%，同期科网股由于股灾也到达底部。

另一个关于时间解释效应的有趣例子可以从要求投资者估计他们在1996~2000年股市泡沫中股票组合的未来表现的调研中看到。1998年，在泡沫接近顶峰时，美国投资者极度看好股票的未来回报。这一年年末，我与保罗·史洛维奇、史蒂芬·约翰逊（Stephen Johnson）、麦格雷戈共同撰写了一份研究报告，精确给出了大量证券基金投资者在未来十年的回报预期。根据我们的研究，当被问及他们在未来十年里的平均回报预期时，投资者非常乐观，他们估计每年的回报率平均在14%左右。股票在20世纪20年代之后的实际回报在10%左右，所以这些狂热的投资者表示，要加入这一未来十年的回报高于过去70年的回报40%的市场。

情绪对证券分析的影响

在本章中，我们看到在燃烧的股市和狂热中以及环境改变、泡沫破裂时各种形式的情绪的强大作用，以及在面对迅速上升的恐惧与恐慌时，情绪的各种有力的表现形式。情绪启发法既让人觉得奇妙又感到可怕：人们惊叹于它的迅速、微妙和复杂；恐惧于其迷惑人的力量。保罗·斯洛维奇说：“人们应该清醒地去认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真思考一下，含义与情绪的关联性是多么难以捉摸。”[⊖]

我们应该稍停片刻，考虑一下这些我们视为理所当然的含义的形式，以及我们所付出的大量时间和获取信息的花费。采用“有意义的信息”，例如周密的证券或市场分析，在多数场合下是没用的吗？在很多我们将要见到的例子中，这些信息常常会受到情绪渲染吗？

很明显，在危险的情况下保护自己并非易事。这是本书会介绍一些你可以遵从的准则的原因，这些准则类似于防爆电击枪，阻止情绪损害你的利益。问题是届时你会不会扣动扳机。这可比看上去要困难多了。同时，了解情绪是学习好的投资策略的第一步。

基本面和股价的背离

正如我们已经看到的，受情绪诱导的泡沫最显著的一个特点是分析师、基金经理和其他受过培训的金融专业人员所给出的股价与股票基本面的背离。而用于对一家公司的前景做出估值的标准指导方针来源于理性分析系统。

注册金融分析师协会和几乎所有的学术培训资料都是教导分析师和基金经理采取理性的方式，通过查看一家公司所有重要的基本面信息来判断公司的价格。这种培训的权威课本是本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和大卫·多德（David Dodd）的《证券分析》，还有其他无数与《证券分析》采用很类似的方法的书籍。我们在前面看到，格雷厄姆和多德运用了大量的财务比率以及公司详细的信息来决定一家公司的价格。前面说到的评估一家公司的前景所用到的基本指导方针常常被忽视或省略。

不幸的是，尽管大部分专业人员受过培训，能够获得超前的信息，以及了解最好的研究，但常常做得不够好，有时投资结果甚至会低于一般投资者。这让我

⊖ 人的想法、观点或者表达出的含义受到当时的情绪的影响，这种影响过程是非常微妙复杂的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们认识到情绪的真实力量有多么强大。

对概率的不敏感看上去是最重要的情绪特征，会让金融专业人员坚持一家公司在某一时刻具有无限增长和获利的荒唐看法，令其与普通投资者犯一模一样的错误。我们会看到，已发现的风险判断与获利的负相关性、持续性偏差和时间解释效应都会无情地损害我们的投资组合。情绪能让结果发生天翻地覆的改变。不幸的是，尽管专业投资者拥有大量的知识、受过专业训练，但情绪仍会让他们和普通投资者一样迅速亏损。

对于有令人激动甚至无法抗拒诱惑的故事和股价已经大幅升值的公司，再高的股价看上去也不算太高。强烈地对互联网或 IPO 能快速创造巨大财富的意象的积极情绪，很有可能颠覆理性的分析系统，导致人们远离最佳决策。

证券分析的重要性

我们想知道分析师或基金经理会不会利用理性的估值模型来为极高的股价辩护。几乎所有人都说他们会，但是基本面模型可以允许的最大价格和市场最终的高价之间的巨大差别，让这个问题变得清晰，如表 2-1 所示，模型实际上并不会成为可接受的估值技术。

看一看近些年那么多分析师推荐的天价股票，格雷厄姆知道了肯定会摇头。格雷厄姆是对市盈率和其他价值比率极端保守的人，通常只要市盈率高于 20 倍，不管股票的远景怎样，他都不建议人们买，因为他坚信“市场先生”，这是他为很快会走向极端的市场所杜撰的称号。

拥有一般前景的股票的市盈率通常在 12 ~ 15 倍，具有高于平均收益增长预期的公司的市盈率应该在 25 ~ 35 倍，而那些极具成长性的公司的市盈率在 40 ~ 50 倍。那么，我们如何解释实际上被分析师推荐的很多股票，其股价高于收益100 ~ 1 000 倍呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情绪会严重影响证券分析吗

不幸的是，已经成为定论的是，投资专业人士无法在根据金融理论算出的基本价值的上下 25% ~35% 的区间内准确估算出价格，而优秀分析师通常应该做到这一点。由此，他也就可以买入被低估的股票或卖出被高估的股票来赚钱了。正如我们看到的，分析师常常对互联网和高科技股票的合理价格的估错范围是 50 ~100 倍，这种事情重复地在互联网泡沫和 20 世纪 60 年代早期以来的其他高科技股票泡沫中发生。这至少是暂时性地创造了远高于基于标准的证券分析可以接受的合理价值的价格。这个问题我还会在第 7 章重点讲述。

接下来我们看到的是，积极的情绪在极端情况下，比如在泡沫期，影响了采用现代证券分析方法的分析师，将股价显著拔高到远超长期估值标准的高度。在恐慌中，负面的情绪会导致相反的情况，不管股价有多低，投资者都愿意卖出股票。不幸的是，当市场风暴出现时，那些我们十分依赖能指引我们到达安全之境的人，却是那些在恶劣天气袭击时率先倒下的人。

大逃亡

对一家公司的前景进行估值的标准方法是基于理性分析系统。根据注册金融分析师协会和几乎所有该领域的学术培训机构，都是教导分析师和基金经理采取理性的方式，通过查看一家公司所有重要的基本面信息来判断公司的价格。我们前面对此已经做过描述。这种培训的书籍，通常是我们前面看到的本杰明·格雷厄姆和大卫·多德的《证券分析》或者类似的课本，以及由训练有素的投资专家编写的数百页的 CFA 教材。

需要强调的是，证券分析对高于或低于基本面价值的最低 25%、最高 35% 的大概价格范围内的估值是有效的。因此如果一家公司被低估，假设价格是 10 倍的收益，一个机灵的分析师会买入股票，没准股票会翻倍。然而，当股价已经高升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到外太空时，基本面分析就没有用武之地了。泡沫中，市盈率或股价现金流比可以是 10～100 倍，甚至有时候能达到 1 000 倍或更多。4 倍市净率可以上升到 40 倍，甚至是 400 倍。在这种水平上，基本面股票分析全面崩溃。

在泡沫或其他极端高估的时期，分析师或基金经理对一家公司或行业的前景总是做出过度夸张的预测。重要的是，在这种情况下，标准的基本面分析工具，比如收益折现模型，对未来很多年都给出了很乐观的高收益预期，如在表 2-1 中所显示的那样，认为有泡沫的股票当前价格还不够高。

分析师和多数人不知道的是，大部分的投资理性分析标准常常被情绪或其他我们将讨论到的心理因素所忽视或省略。分析师和基金经理如果在经验分析系统满帆前行时去尝试使用理性分析系统，会遇到很多麻烦。很多专业人士确实尝试正确地使用理性分析系统，但如我们所知，他们很难处理情绪所带来的强大压力。我在金融分析师全国会议上讲述投资者心理学已经超过 30 年了，在其他很多证券分析师大型协会和领先的商学院里也讲过，我知道专家们在追随基本面分析方法时下了很大工夫。

不幸的是，尽管专家们都了解，但心理学与目前的投资理论不可能一致，因为后者是建立在理性分析方法的基础之上。当不一致发生时，分析师和基金经理常常会放弃理性的方法，而转向经验系统，就像我们看到的，情绪在极端的环境下会轻易地颠覆我们理性的分析过程。

结果是，没有一个分析师可以通过理性分析方法对处于泡沫状态的股票提供建议，也没有基金经理会通过理性分析方法来买入泡沫状态的股票。他们不需要一个金融 GPS 系统来计算股价到底有多离谱。因为股价的不一致性，利用航海定向仪来工作倒是挺合适的。

分析师和基金经理被他们的期望所劫持，其预期被他们对待这些事件的强烈情绪所占据。我们现在应该很清楚，专业人士不能通过一名优秀分析师掌握的金融理论在某一个相应的区间[⊖]内精确估计股票的价值，从而通过低买高卖来获得

⊖ 如前所述的高于或低于基本面价值 ±25% ～35% 的区间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润。

我们也看到，在很多市盈率 50 ~ 100 倍的有泡沫的市场，分析师无法做出恰当的估值。他们创造出新的估值规范，校正那些市盈率几乎成倍的高于套用标准分析技术计算出的可接受范围的市盈率。证券分析师会使用今天的理性分析方法吗？可能当水面还很平静的时候短暂使用过吧。别玩得太过火了。记住，你是在划行一只 5 米长的独木舟，而不是在一艘 300 米长的远洋客轮上。

我会介绍一些心理学的指导原则，如果你采纳的话，将会帮助你减少本书中讨论到的心理陷阱所带来的损失。如果有相关的陷阱出现，它们会保护你免于像大部分投资者那样被陷阱所欺骗而犯错。我们也会用这些可预计的错误找到获利的方法。

心理学指导原则 1：不要丢弃由证券分析师精心计算出来的估值，即使这些估值暂时与目前的市场价格相去甚远。长期来看，市场价格会回复到与估值相似的位置。

接下来，我们会深入了解另一个我们日常生活中都会用到的主要的启发法或思维捷径。尽管每一个都非常有用，但它们也会为我们的投资决策打开偏见之门，从而导致其他严重的甚至是毁灭性的错误。知道这些思维捷径是什么以及是如何运行的，会帮助你产生免疫力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
Chapter3

决策的危险捷径

被鲨鱼攻击致死或被出故障的飞机碎片砸死，这两者中哪一种导致死亡的概率更大？幸运的是大部分人都没有经历过这两件事情，但如果问起这个问题，他们多半认为前者的概率更高。这个答案是错误的。在美国，被出故障的飞机碎片砸死的人数大概是被鲨鱼攻击而死亡的人数的 3 倍。

为什么会发生这种情况？鲨鱼的袭击，不管发生的概率有多小，都足够吸引媒体的注意，而且那种恐怖的景象很容易想象，尤其是如果你看过经典大片《大白鲨》的话。但你能回想起一个关于被出故障的飞机碎片砸死的新闻报道吗？如果你的脑中正在出现一幅图像，应该就是卡通动画《兔八哥》中搞笑的飞机事故吧。我们无法想象飞机撞成碎片的情形。我们对飞机失事的大灾难的印象是乘客遇难，而不是地面上被出事飞机碎片砸死的人。因为没有经历过飞机碎片从天而落，也没有见过相关的报道，我们心理上会把鲨鱼攻击这种更容易获取的意象当做更容易发生的事情。

这是习得性偏差的一个例子，这让我们在潜意识里对已经存在于大脑中的意象赋予的重要性高于了那些比较“模糊”的意象。接下来，我们会更详细地探讨认知偏差。

心理捷径

从 20 世纪 70 年代开始，研究人员发现人们利用大量的心理捷径或经验法则，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是计算一个给定结果的概率，来为每天遇到的各种事情做决定。这一领域的先驱是普林斯顿大学的丹尼尔·卡尼曼和斯坦福大学的阿莫斯·特沃斯基。前面说过，卡尼曼因为这项研究获得了2002年诺贝尔经济学奖。特沃斯基如果没有英年早逝的话，毫无疑问会分享这一诺贝尔奖。[⊖]这一类判断启发法或认知启发法是我们用来处理大量信息的一种简化策略。它们看上去已经植根于我们的思想中，在通常情况下很难被发现。我们大多数人完全没有意识到这些，尤其是在激烈的行为中。

因为这些判断捷径随着人类的长期经验演化而来，所以在大部分时候工作得非常好，正如情绪化的决定，可以节约大量时间。

打个比方，想一下当你在高速公路上驾车时会发生什么事情。你在驾车的同时，还要观察高速公路路况、路标、前方能见度和周围车辆，同时你还集中注意力听iPod播放的音乐，浏览大量其他令人分心或破坏注意力的信息。你能做这些“几乎不用思考”的活动，就是来自心理启发法的效率。

我们用这些心理启发法帮助做大量的决定和判断，而且在这过程中，我们都快要变成“直觉统计师”了。比如，虽然很少有人曾花心思去查看真实的数据，但我们仍会觉得以每小时90公里的速度开车发生车祸时的存活概率，比每小时150公里时的存活概率要高，我们容易评定一个专业的团队会优于一个业余的团队，假设“业余”不是奥运会选手级别的。我们可能觉得去一个300公里以外的城市，坐飞机会比陆路的交通工具要快。[⊜]

我们对这一类事情的概率持中性看法（或者我们认为自己是这样的），用过去的经验对这一类事情做评价非常迅速，每天上百次，这些偏差完美无瑕地为我们工作。

然而，成为一个“直觉统计师”有优势也有局限。简单的程序通常很有效率，同时也会在做决定时引入系统型错误。很多经济学家和金融理论学家假设人

⊖ 特沃斯基曾任德雷曼基金会的董事。

⊜ 如果不是坐联合快运航班飞往科罗拉多滑雪胜地，其他的空运都比陆路交通慢，这是作者的牢骚话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们不是优秀的直觉统计师，因此启发法一直在欺骗投资者，甚至会欺骗专业人员。如果我要指出启发法在投资者身上造成的最主要的错误，那就是人们在投资时不会正确地计算概率。由启发式的计算所导致的失真常常巨大而且具有系统性，让最有头脑的投资者犯大错。此外，这些认知偏见在应对群体压力时更为顽固。我们自己的偏见被尊敬的专家和同龄人的强大影响力强化，迫使我们的压力会变得更有强制性。

研究同时表明，即使人们对这一类偏见有所警惕，但也表现出没有能力对偏见的影响做出调整。所以你要聚精会神，付出很多努力，才能避免各种陷阱。想要这么做，首先要熟悉这些启发法。一旦你认识了它们的本质，就可以制定出一系列的规则来监控自己的决策，以避免严重的灾难，甚至还可以从中获利。但正如你所看到的，知易行难，即使人们完全懂得这些启发法也是如此。

习得性危险（近因性和显著性）

让我们从详细研究习得性偏差开始。根据特沃斯基和卡尼曼的研究，它导致我们“轻易地通过大脑中已有的例子来给某类事情发生的频率做评估”。这就是为什么我们认为由鲨鱼攻击造成死亡的概率要高于因飞机失事的碎片而造成的死亡。

思维捷径给出的答案在大部分情况下很精确，因为我们的大脑通常会唤起大部分已有的、常发生的事件。但有时候这些答案很离谱。当一件事情具有特别重要的意义时，我们会认为这类事件发生的概率很大，因为这个景象随时可以获得。换句话说，这件事对我们的思维很有影响，尤其是在近期发生的事情。这里包括两个心理学错误：第一个错误可以描述为单词“显著”，第二个则是“新近”。前者会让人们唤起对非常“好的”事件（或“坏的”事件）的认识，但与其实际发生的频率不相称。它如此自然而然以至于我们认为事情本来就是这样的。举个例子，回到自然界，在国家公园里被一头灰熊攻击的真实概率是每百万游客中有一两个人，导致死亡的概率更低。因鲨鱼攻击而伤亡的案例只占所有在沿海水域游泳死亡的极小一部分。但由于一次真实的攻击的刺激如此强烈，神经紧张的我们会认为这个概率比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其真实发生的概率要高。我们的记忆偏向于更快地将恐怖的意象记下来。

我几年前曾独自一人在巴哈马的埃克苏马国家公园浮潜，我很明白，理论上我被鲨鱼攻击的概率非常低。然后有一头大约600磅的牛鲨缓慢游向我。它的背鳍离我只有几米远，看上去跟核潜艇一样宽。我希望它和我一样知道它攻击我的概率很低。当鲨鱼在我身边停下的时候，我对鲨鱼攻击的概率的看法瞬间高涨。幸运的是，鲨鱼那天不曾想品尝一下浮潜者的味道，但在离开的时候以至此后相当长的一段时间里我对鲨鱼攻击的概率发生了很大改变。

查看行为中的近因性，想象一下灾难过后，比如洪水和地震之后，买洪水和地震险的人数大增，尽管洪水和地震的真实发生概率并没有改变。人们会因为这些灾难在近期发生过而觉得它们发生的概率增加了。通过潜意识，近期显著的事件常常强烈地影响股票和债券市场中的决策，导致或加剧价格的波动。

这种情况发生的一个很重要的原因是，近期的趋势被认为会成为新的永久趋势。当市场中的基础收益率，也就是股票的长期回报率被个案收益率，即股票短期但极高的回报率打破时，未来短期内这种情况会持续。[⊖]尽管我们知道这种短期骤升的收益在大部分情况下是不可持续且会回调到基础收益水平，但不管是一只股票、一组股票还是一个行业，我们还是会错误地坚持认为“这次情况会有所不同”。

看一个最近的例子。世界最大的债券基金PIMCO出色的领导人比尔·格罗斯（Bill Gross），以及其CEO穆罕默德·埃尔·埃利安（Mohamed El-Erian），发明了“新常态”（the New Normal）这个词来形容2007～2008年经济被碾碎的情况。新常态指的是预测未来数年内低收益和低股价将会成为常态，因为全球经济增长率将长期下行。这种论调为资产管理者和媒体广泛接受，并且在近两年的时间内成为股市的主流思想。

但股市完全没有理会专家们给出的市场已衰老的论断，迅速反弹了。股市从2009年3月份的最低点，到2011年中期上升超过了100%。股市翻倍之后，新常

⊖ 个案收益率超越基础收益率也可以从其他重要的认知启发法中找到，我们很快会讨论这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态因此失去了很多光辉。这种情形在过去也有发生。回想 20 世纪 20 年代的股票暴涨时期，或者互联网泡沫期的新经济时代，我认为我们还没有看到这种聪明的货币制度的终极景象。

来看一个更显眼的例子。传统的金融思想认为 IPO 时的发行价格，要在股票的真实价格基础上打一个小的折扣（差不多在 10% 左右），以保证股票能被全部认购。

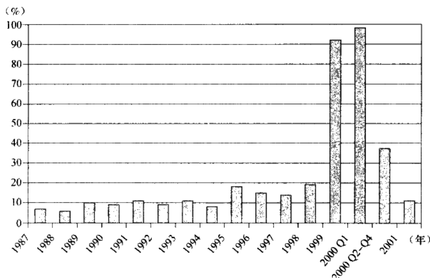


图 3-1 极端的过度反应会导致泡沫或恐慌

Source：© David Dreman，2011.

图 3-1 列出的是 1996 ~ 2000 年 3 月份互联网泡沫期间价格过高的大型 IPO。图中显示，在 1987 ~ 1994 年的 8 年里，IPO 当天股价在收盘后平均溢价 10% 或更少。而在接下来的 4 年里，IPO 当天的溢价显著上升，平均溢价在 20% 之内。一天的回报率达到 20% 很稀少。这种增值本身就具有足够的吸引力，吸引很多从事传统投资的投资者投入到投机性的 IPO 之中。1999 ~ 2000 年的前 3 个月，投机大行其道，IPO 在第一天交易收盘股价平均的溢价达到惊人的 90%。[⊖]而且，在 2000

⊖ 这就意味着如果你有幸能够以发行价买到 IPO 的股票，在第一天交易结束后，平均能获得 90% ~ 95% 的投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年前3个月的泡沫巅峰期，互联网股票IPO第一天交易收盘的价格比原始的发行价高出135%（图中未显示）。在互联网泡沫过程中，IPO股票的溢价比正常的IPO溢价翻了十倍以上。这种近期、显著的巨大价格波动，导致投资者强烈地期望那些股票带来巨额收益，而对其相应的风险则不予重视。

一份分析报告显示，那段时间的IPO股票质量肯定并不更优秀，如果考虑那些公司的高失败率，可能这些IPO的公司比早些时候IPO公司的质量还要差。

在第1章我介绍过，从20世纪60年代开始，一共有4次大型的技术泡沫，1996～2000年的投机狂潮从规模、资产增值和最后的股灾级别来看，都大于以往的泡沫级别。

比如20世纪80年代初的泡沫中，新发行股票价值基准调查（Value Line New Issue Survey）报告分析了一些拟上市的公司，发现很多公司都是创业公司，大约有95%是理念和梦想，外加5%的产品。调查同时发现，不少公司只有一两个全职员工，有些甚至干脆就没有员工。大多数想上市的公司完全没有收益，发行的价格大约是账面价值的20～100倍。

1994年，伊利诺伊大学香槟分校的杰伊·里特（Jay Ritter）和爱荷华大学的蒂姆·劳兰（Tim Loughran）教授，完成了迄今为止最广泛的关于新股发行的研究。这项研究覆盖了1970～1990年在纽约股票交易所、美国证券交易所和纳斯达克上市的4 753家公司IPO的回报。相对于标普500指数10.8%的年回报率，IPO股票的平均年回报率是5%。换句话说，在这21年里投资标普500指数获得的回报是762%，而相应投资IPO股票的回报率是179%。安全系数高的标普指数的回报率是IPO股票的4倍！

但可能更应该告诉你的是，这些将近5 000家新股发行5年后价格的中位数比发行价低39%。如果一个投资者买不到那些在第一个交易日就能翻两倍或三倍的少数热门IPO股票——当然这也只有最大的基金经理、对冲基金、证券基金和其他大投资者能够买到——那他可能会因为投资IPO股票而损失很大。

正如价值基准的调查报告、劳兰和里特的研究结果说明，大部分新上市的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司是初创企业，通常有很高的预期，但其真实回报和收益很低或没有收益。他们同时发现，当市场需求很高而商品的真实价值在最低位时，IPO 市场达到高潮，此时新上市公司的数量也最多。这并非偶然，那时投资者对极其耀眼的概念股非常感兴趣。这是近因性和显著性的又一力证。

里特 1991 年的一项研究显示，1977～1983 年投资热潮中的新上市公司，有 61% 都是在 1983 年上市的。前 5 年有多少公司上市呢？在上市公司质量最好的时候？只有 6%。

德雷曼基金会的弗拉基米尔拉・伊利耶娃（Vladimira Ilieva）在 2011 年的一篇文章中写过，我自己也做过计算，包括接近互联网泡沫开始阶段的 1997 年 1 月 1 日到泡沫顶峰的 2000 年 3 月 8 日的 1 547 家 IPO 股票的价格（股价 2 美元或以上的公司），然后我们计算了每只新发行股票的价格从市场最高点到 2002 年 12 月 31 日的最低点之间的变动。如图 3-2 所示，从互联网泡沫的最高点到最低点，新股的股价平均跌幅达到了惊人的 97%。最后，新股相对于发行价格的跌幅中位数是 73%，比里特和劳兰所计算的在这次特大股灾中的跌幅中位数要高。

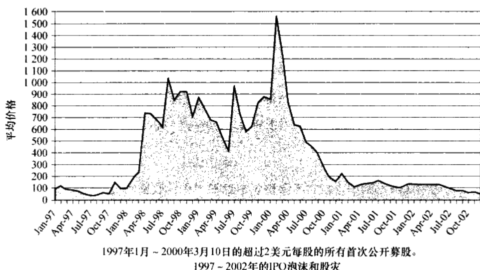


图 3-2 习得性偏差的牺牲品

Source：© David Dreman，2011. Data Source：FactSet Research Systems Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有趣的是，IPO 公司的质量一直很差。原始数据中给出的 1 547 家公司，只有 534 家公司在 2011 年中期还在挂牌交易，其他 66% 的公司或已经被合并或干脆关门大吉了。

如果加入里特和劳兰的数据，我们就涵盖了 40 年显示了投资于 IPO 股票真实情况有多糟糕的记录。在这些结果中，近因性和显著性所产生的作用值得一提。其他研究也支持这一发现。内雅特·西亨（H. Nejat Seyhun）报道了市场在 6 年里打败了 2 298 家 IPO 的公司，而马里奥·里维斯（Mario Levis）则展示了一组英国的新上市公司在前 3 年的股价表现低于英国股市的平均表现。进一步的研究发现，IPO 公司的基本面在发行之后就开始变坏，精确地显示出当投资者对股票最感兴趣之时，商业景象正在恶化。

劳兰和里特（1995）总结道："我们的证据与公司的价值本质上被高估，通过发行股票来从短暂的机会时间窗中获得优势的市场情况一致。"这是一种比较绅士的表述，说明金山的造就者不是投资者，而是那些概念的弄潮儿，即投资银行家，他们在几百年前就战斗在泡沫的第一线。投资银行家看上去在几个世纪前就知道了启发式偏差，而且因此赚了大钱。这些错误太有用了，以至于他们不想将自己的发现告诉投资者或发表出来。

上面的研究说明，近期的显著事件对潜意识的作用强度并非夸大其词。不论 1996 ~ 2000 年的互联网泡沫之痛是否需要几年的时间来遗忘，可以肯定的是，一个新的、强大的 IPO 泡沫已经如本章的预期出现了。另一个心理学指导原则在此会证明很实用。

心理学指导原则 2（a）：不要仅仅依赖于"个案收益率"。计算"基础收益率"，这代表了收益或亏损的最大可能。股票的长期回报（即"基础收益率"）会更有可能被重新建立起来。

心理学指导原则 2（b）：不要被暂时的个股或市场严重脱离过去基本状态后的近期回报（即"个案收益率"）所迷惑。如果回报特别高或低，则它们很有可能是不正常的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁在一垒

第 1 章花了很多时间详细介绍了投资狂潮和大股灾中情绪的力量。到目前为止，本章都是在探讨被可获得的、近因性和显著性的偏差引诱而导致的错误。现在有人可能会问，这三者如何会在同一个泡沫或投资者所犯的错误中出现？为了回答这个问题，我们需要了解一下目前认知心理学家正在从事的最前沿的研究。

尽管情感比认知启发法晚了很长时间才被发现，很多资深研究者早就将其看成是价格波动的内在推动力。但为了更精确地回答近因性、显著性和情绪三者的贡献，这就好比让我们演出雅伯特（Abbott）和科斯特洛（Costello）著名的滑稽短剧《谁在一垒》[⊖]。但不管它们能起多大作用，我们都会获得和接受即将到来的危险的强烈预警。

尽管对于这三者的彻底研究需要很多年的时间，但通过对它们的了解，我们可以建立一个识别泡沫的防御体系，并且在泡沫来临之前有足够的时间逃脱。实际上，如果股票还远未低到极其廉价的水平，我们都应该采取类似的方法。

预防近因性和显著性最好的方法是，将你的目光放在长期投资上。虽然可以肯定我们没有一个确定的方法将近期或印象深刻的经历做绝对化处理，但是在极度悲观或乐观的情况下，这还是有助于你回到自己的记忆储藏室中找寻线索。如果市场在狂欢，请重读一下最近大跌时的金融期刊。如果可能，你可以找出 2009 年 2 月底的《华尔街日报》，翻到市场板块，看看在市场开始其历史上最大的一次反弹时，众多专家的恸哭和哀嚎。同理，再翻一下《华尔街日报》，读一读 1996 ~ 2000 年或 2005 ~ 2006 年泡沫期的评论。尽管重读这些报刊不是一种魔法药剂，但还是挺有用的。

⊖ 该作品描写了一位在欧洲工作的戏剧导演和他的老朋友之间的一段对话。那个导演将“three kingdoms”理解为法国、德国和意大利，而他的老朋友则将他的意思理解为中国的三个历史朝代。从而引发诸多歧义，笑料百出。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我还将给出一些有用的预防措施。当然，如果只有这些预防措施，你的投资策略并不坚实，但你可能会希望将这些预防措施加到我们稍后会讨论的投资策略之中。在我们可以拿起抵御前面讲到的启发式错误的重武器之前，这些预防措施还可以帮你抵挡一阵子。

图表通常需要详细注解（代表性偏见）

卡尼曼教授和特沃斯基教授鉴别出来的第二个重要的认知偏见是他们所说的“代表性”。他们用严格的实验研究表明人们天性倾向于做类比，找相同的情形，其实这种做法是很有问题的。

在股市，代表性可能表现为当两家公司或两个市场氛围表面上有相似之处时，认为它们是相同的。给人们一点点信息，然后啪嗒一声，他们会从记忆库里拖出一个熟悉的记忆图像，尽管这个图像与真实情况相距甚远。代表性偏见导致错误的两个重要途径是：它让我们对两件事之间的相似性给予了重点关注，而不考虑其中一件事情的真实发生概率；同时还会降低我们对那些真正决定一件事情的概率的变量的重视程度。

1987 年大股灾的余波就是一个很好的例子。在 4 个交易日里道指大泄 769 点，最惨烈的是 1987 年 10 月 19 日的黑色星期一，股市下跌 508 点，市值蒸发了近万亿美元。“这是 1929 年的重演吗?”媒体用醒目的标题问道。很多投资者就采取了这种启发式捷径，收回了现金，做出了假的类比。

当时的情况看上去相似得可怕。在 1929 年之后的 58 年中，我们还没有遇到过这样的股灾。新成长起来的这代人认为，因为 1929 年的大股灾导致了大萧条，所以这次也会如此。华尔街大部分专家、媒体和投资大众都接受了这一看法。但两个股灾之间只有细微的相似性这一实情却被忽略了。首先，1929 年的股灾是一个很特殊的例子。那时整个美国到处都充满着恐慌，而 19 世纪和 20 世纪早期的股灾并没有伴随出现萧条。不论出现股灾与否，美国经济总会迅速反弹，因此股灾和萧条并非同义词。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最重要的是，1988 年春季的经济和投资所表现出的气候与 1929 年完全不一样。1988 年 5 月 2 日，我写的《福布斯》专栏文章列出了那时清晰可见的一些不同点：尽管专家和媒体用各种图表来表明 1987 年股灾后股票的波动和 1929 年的波动惊人的相似，但我们眼见的相似性比这要少得多。1929 年，股市在股灾之后出现强烈反弹，之后在 1930 年春天又是一轮自由落体式下跌，很多专家相信那时股市会重演 58 年前的历史。然而，图表并非像图片那样不值得为此写上几千字的注释，有时候图表完全是误导。

1988 年的经济和投资基本面与 1930 年的情况截然不同。1987 年的股灾之后，经济的增长速度比股灾之前绝大部分的估计值要高，大幅甩掉了股灾之后所预计的衰退水平，与之相伴随的是真实收益比 10 月 19 日股灾之后数星期内所预测的要高。标普 500 指数的市盈率只有收益的 13 倍，相对于股灾之前 20 倍的市盈率低很多，也低于 15 倍的长期平均市盈率。那时的情形与 1929 年大股灾之后的情形完全不同。1929 年时公司以及整个金融系统都崩溃了，失业率飙升。

因此 1987 年肯定不会重复 1929 年的情形，而那些屈服于代表性偏见的投资者错过了一个极好的买入机会；1997 年 7 月，股市相对于最低点上涨了 4 倍。

关于偏见作用的一个较新的例子是 2007 ~ 2008 年股灾以及 2010 年大衰退早期的石油和大宗商品的价格。从 1992 年起，石油价格就开始稳步上升，从最开始每桶 20 美元上涨到 2008 年年初的 100 美元。石油（上涨）的基本面很合理。从 1982 年到 2007 年，石油在全球范围内的需求每年都高于新的供应量。即使是在 2008 年年底经济开始下滑，2009 年的石油需求也仅仅下跌了 1.1%。此外，寻找石油的开支大增，发现一个新的大油田无异于白日做梦。最后一个日产百万桶的油田，发现于 20 世纪 70 年代末。同时，中国高速的工业化进程，以及远东和其他欠发达地区的工业化，使得对石油的需求大增。

石油价格迅速上升，于 2008 年年初突破了 100 美元一桶，然后继续上升，在 2008 年年中达到 145 美元一桶。投资者在 2007 年和 2008 年春天绝望地卖出除政府债券以外的金融资产，投入到石油和其他大宗商品之中。随后恐慌出现了，有无数人将 2008 ~ 2009 年经济状况和大萧条做比较。没有什么是安全的，连石油也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不安全，即使它的基本面很好。几个月之内，石油从其最高位每桶 145 美元下落到 35 美元，跌幅高达 76%，这一价格比石油开采的成本还要低。当市场在 2009 年年中开始冷静下来后，石油价格再次回升，并于 2011 年 6 月升到 95 美元，差不多比最低点上升了 170%。

在这个例子中，你可以看到认知偏见的影响是如何同情绪的影响结合在一起的。对损失的过度担忧让人们假定 2008 年的石油价格下跌与 1929 年股票自由下跌具有相似性，同时又非理性地重新计算石油的需求，实际上需求只出现了轻微的下跌，而在一个稳定复苏的经济体中，石油的用量会快速攀升。当这一类情绪与人们的偏见混合在一起时，就等同于市场的一次核聚变。

我们有可能找出一些被严重低估的股票和商品吗，就像曾经在 1996 ~ 2000 年泡沫中计算出的一些被严重高估的股票一样？我的回答是，有可能。我在 2009 年 6 月的一篇专栏中提出石油因为上述那些原因被严重低估了。当时石油的价格在 68 美元左右，到 2011 年 6 月，几乎上涨了 40%。

总的来说，代表性偏差会像市场一样，对一家公司或一个行业施加影响。2007 ~ 2008 年，一些优秀行业的股票被强大的股市趋势扫地出门，令人恐慌。不仅仅是银行和金融股从高空跌落，很多投资者认为一些产品具有全球范围内需求的、强大的公司也受到冲击，比如伊顿公司和爱默生电气公司，其股价从 2007 年年底的最高点分别下跌了 69% 和 56%。随着恐慌继续扩大，那些更具有分析能力的投资者也成群结队地逃出了股市。最大的恐惧是担心这些公司以及无数其他的公司在接下来十年里的收益会很低，其中很多公司将不复存在。

从 2009 年 3 月初的情况看，那些可怕的预测就是一堆废话。伊顿和爱默生公司的股价在 2011 年 6 月底相对于其最低位分别上升了 265% 和 142%，而其他很多更具有周期性的行业，从重型设备、矿业到石油钻井行业，也有类似程度的反弹。在 2011 年 6 月底，伦铜金公司股价上升了 315%，联合技术公司则上升了 149%。这就是事实。

对代表性偏见的认识，可以导出一个有用的心理学指导原则：

心理学指导原则 3：不要拘泥于近期投资环境和过去的投资环境之间明显的相似性，多考虑其他可能产生明显的不同结果的重要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小数法则

在代表性标题之下的一个特定的思维缺陷是特沃斯基和卡尼曼所说的“小数法则”。通过查阅心理学和教育类杂志，他们发现研究者系统性高估了从小样本中获得结果的重要性。统计学的“大数法则”表明，大样本会较好地代表其所囊括的人群。比如，民意调查基本上是准确的，因为调查的是大范围的具有代表性的人群。样本数量越小（或调查的内容越少），其发现更有可能是偶然性的而非有意义的。

然而特沃斯基和卡尼曼的研究显示，心理学或教育学实验者通常在很少的样本之上建立他们的理论，其结果很有可能是偶然的。但这些心理学家和教育学者都对其基于少数观察对象或较短时间的结果的重要性充满信心。这是一个非常重要的认知错误，常常会在各种条件下的市场中重复发生。

比如，尽管金融研究者已经表明在某个时间段最“热”的基金常常在另一个时间段表现非常糟糕，投资者通常会蜂拥买入在过去一年或几年内表现出色的证券基金。1996～2000 年互联网泡沫中的热门基金的最终结局，显示了为什么这种决策具有毁灭性。在那场泡沫中，几百亿美元的资产流向了雅努斯（Janus）资本集团。它的短期交易记录非常壮观，其旗舰雅努斯基金在 1998 年的收益比标普 500 指数高出 10.3%，在泡沫破灭之前的 1999 年，收益率更是高达 26.1%。尽管它在互联网股票飞涨的时候是大热门，但到 2003 年年底的十年中，雅努斯基金的年收益是 8.7%，这意味着它在这十年中的表现跑输大市 22%，这段时间包括互联网泡沫期和之后的互联网股灾。

引用这一残酷的统计数据并非为了审判雅努斯所造成的损失。雅努斯基金的资产在 1993 年是 90 亿美元，到互联网泡沫的最高点几个星期之后的 2000 年 3 月 31 日上涨到 490 亿美元。它的大部分顾客因为入场太晚而没有享受到 90 年代极好的回报，却在接下来的熊市中损失惨重。无需赘言，后进场的这群人的回报比雅努斯十年期 8.7% 的平均回报要低得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多时候人们都会追逐以灾难告终的热门基金。在这场“热门股大赛”中，雅努斯的一些竞争对手的表现也同样糟糕。富达电信设备优选基金在1998年跑赢标普500指数12.4%，在1999年更是高达45.5%，联博基金在这两年中相应的记录为34.6%和50.7%。尽管在大丰收的年份里互联网相关股票的表现远远优于其他股票，但在2003年12月31日之前的十年中，富达电信设备优选基金的整体回报落后标普500指数6%，而联博基金的年平均回报与大市持平。在这场泡沫之中，投资者在热门科网基金和热门股中损失了数千亿美元。这些所谓的热门基金所给出的收益不能与那些保守的蓝筹基金的长期记录相比。[⊖]

自封的猎手的辉煌

投资者通常用到的另一个小样本决策方式是太相信“热门”分析师。投资者和媒体总是被“热门”分析师的表现所诱惑，即使这些表现只存在于短时间。基金经理或分析师如果给出了一两个轰动一时的股票预测，或顺利抓住了一次大的市场变动，他们就被认为建立起了信用记录，可以毫不费力地永远追随市场。

实际上，投资顾问在之前重复了多少错误并不要紧，这场游戏就是给出一个梦幻般的预期。一个恰当的买入建议可以为受欢迎的股市简报作家带来丰厚的回报。身兼金融学教授、股市简报作家，同时也是谨慎投资顾问公司的前任领导人尤金·勒纳（Eugene Lerner），在讲到在下跌的市场中做出看跌预测的作用时说：“如果市场在接下来三年内下跌，你将会与克拉苏[⊜]一样富有……下一次，大家都会听你的。”市面上有成千上万的股市新闻通讯，总有一些必定会说对。重复一

⊖ 简要回顾一下第2章前面的内容，我们再次在市场上观察到了这个重要的心理学现象。投资者不仅相信泡沫阶段的股票的令人炫目的表现会提供更好的回报，也认为这些股票要比标普500指数中的那些稳健而乏味的蓝筹股风险更小。心理学家的结论是如此准确。投资者的两种假设都是错误的：表现活跃的股票比蓝筹股更有风险；在市场崩溃之后，标普指数的下跌幅度没有热门股大。标普500指数后来远远跑赢了热门股。

⊜ 克拉苏（Marcus Licinius Crassus Dives，公元前115年～前53年），古罗马军事家、政治家。他曾帮助苏拉在内战中夺权建立独裁统治。他通过奴隶贸易、经营矿产、投机地产买卖、及非法夺取其他人的财产等手段积攒万贯家财。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，这只是个概率问题。我们也有彩票的大赢家，尽管实际上几千万张彩票被卖出后，只有一张能获奖。

据说伊莱恩·加扎雷利（Elaine Garzarelli）在成功“预测”了1987年大股灾之后获得了近乎不朽的赞誉。尽管在成为希尔盛—雷曼公司的市场策略师之后，其预测从未在一份研究报告发表过或者在与公司客户的交流中出现，但她仍然因为这一预测获得了广泛认同和宣扬，并被编入CNBC的一个简短的电视采访节目中。

在这次“出色的预测”之后，她作为一个策略师的预测记录“就像我们大多数人一样，时好时坏”。1996年7月23日她在CNBC上评论说，道指在5 300点时会出现大幅下跌，晃动了已经相当脆弱的市场神经。那时已经上涨了57点的市场瞬间下跌了44点，其中很大程度上是归功于她的评论。就在几天前，加扎雷利女士预测道指会从5 400点上涨到6 400点（当然与后来的实际情况南辕北辙）。尽管如此，很多人还是因为“1987年伟大的预测”而追随她。

CNBC一名受欢迎的评论员吉姆·克拉默（Jim Cramer）曾经是一家对冲基金的经理，我们在早前见过，他是高科技和互联网泡沫中最贪婪的啦啦队队长。1999年12月27日，他写了一篇长文，对那些拒绝买入极度高估的互联网股票的基金经理说：“失败者最好还是改变一下，否则他们会在下一年里再度失败。”这离互联网泡沫破裂还不到3个星期。[⊖]

不久之后，晨星公司总裁兼CEO唐·菲利浦（Don Phillips），埋怨克拉姆的夸大其词在这场严重的泡沫之中起到重要的推动作用，值得注意的是，之后他的公开评论减少了90%。《巴伦周刊》追踪了克拉姆在互联网泡沫之后几年的交易记录，得出结论说他的表现低于大市。尽管克拉姆的记录难言出色，平均法则显示他的一些评论又逐渐受到关注。克拉姆夸大其词地吹嘘自己在选股建议上很有一套，也许现在他的推荐建议会更受欢迎。

做出一些正确的预测，在一段时间里你就会成为英雄，面前堆满了筹码。成

⊖ 这里作者写的是3个星期，互联网泡沫于2000年3月10日从纳斯达克股市开始崩溃，译者认为是笔误，应该是3个月。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为一个自封的猎手，也许无法保证让你能够长期在蛮荒的西部生存下去，但让你在今天的投资者和媒体中左右逢源还是做得到的。这里有一个很有用的新心理学指导原则。

心理学指导原则4：别被基金经理、分析师、市场预测者或经济学家的短期记录或“伟大”的市场预测所影响，即便他们十分令人钦佩；在未做充分证实之前，不要接受任何粗略的经济学或投资方面的消息。

提防政府的统计数据

有时候一个结论会因为“小数法则”而显得很荒谬。另一个由这种启发式偏差导致反应过度的例子，是投资者盲信美联储或政府发布的关于就业率、制造业产出、银行系统的健康性、消费者价格指数、企业库存以及其他的类似统计数据。

这些报告常常会引发股市和债市较大的反应，尤其是在有坏消息的时候。比如，如果失业率在某个月上升0.1%，而原先的预测是不变时，或者当制造业产出比专家预测的水平有轻微下跌时，股价会下跌，有时候下跌得很剧烈。这种情况本该发生吗？不该。“一闪而过”的统计数据，通常是毫无价值的。它们就是导致错误决策的小数法则的典型示例。几个星期或几个月后，在获得了更多新信息之后，之前发布的经济数据和美联储的原始数据会有修改，常常会改动很大。因此，原本上升的就业率、消费者购买力或工业订单，在修订后的图表中可能会转为下降或巨幅下跌。这种反转经常发生，以至于投资者，尤其是专家，会用挑剔怀疑的态度来对待这些原始数据。然而，还是有太多投资者认为这些华尔街老生常谈具有权威性，他们认为这些数据精确显示了重要趋势的形成。

同样不理性的是，人们对待美联储主席伯南克或其前任格林斯潘的每一次讲话的过度反应。人们忽视了一个事实，即此二人也完全没有预料到2005～2007年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的次贷危机。但市场仍然紧盯着伯南克主席的新表态，以及从纽约到费城、达拉斯和旧金山的 12 个地区联储理事的新评论。不论这些评论有多随便，或两个评论之间有多矛盾，或主席的过往预测记录有多了不起，市场仍会像对资深的美联储或政府官员那样认真对待。

就像古时牧师用鸡的内脏做预测，很多市场专家会迅速查看每一个评论并采取行动，尽管他们经常不能肯定自己所做的是什么。记住一个象棋世界冠军在被问及如何避免走出臭棋时所给出的忠告，他的答案是：“以静制动。”

但有太多的投资者做不到以静制动，他们在用脚尖跳舞，随时准备好为任何一个小消息而出逃，就像这个消息是真的一样。平均法则表明，大部分专家可能会有出色的记录（通常在流行的趋势中游走），常常持续几个月，有时候是几年时间，然后一败涂地。几个世纪以来，投资者通过痛苦的方式学到很多关于市场的知识，但在每一次预期的、无与伦比的新机会来临时，投资者又会重走老路。

对先验概率的漠视

类比两种情形的相似性的做法导致的结果，就是无法从历史中学习。我们忽略了研究过去各种非常相似的情况下的结果。这些过往的情况被称为“先验概率”，理应被检视，以指导我们对现在的情况做出决策。但我们忽略了它们的能力，这确实让人震惊。这也是我们如此频繁地高估个案收益率而对基础收益率关注不够的另一个重要原因。

在做决定时，低估或忽略先验概率的趋势毫无疑问是在金融分析、精算学、地理学、工程学和军事情报学等众多直觉预测领域中的一个最突出的问题。

来看一个很有意思的例子，这个例子源于一群高年级心理系学生测试。学生们拿到一张对某个研究生简短的个人描述，这些个人描述所给出的信息与接下来要问的问题并无直接联系，然后学生们被问及：这位毕业生学的是哪个专业。这项评估据说是几年前由一个在该领域做过一些测试的心理学家所写。其分析不仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过时，也看不出被测试者的学术偏好。（请注意这些心理系学生被特别告知，这一类的材料有可能很不准确。）

以下是学生们所读到的内容：

汤姆尽管缺乏真正的创造力，但他非常聪明。他需要那种有秩序的、清晰的、每个东西都井然有序的干净整洁的系统。他的写作枯燥而机械，间或有一些生动的双关语和科幻式的景象。他有很强的能力。他对其他人很少有感觉，没有同情心，不乐于与人互动。他很自我，没有很强的道德观念。

汤姆目前是一个研究生。请在以下九个不同领域中选择汤姆最有可能从事的研究领域。请选择最有可能的一项：

A. 企业管理

B. 计算机科学

C. 工程学

D. 人文与教育

E. 法律

F. 图书馆学

G. 医学

H. 生物科学

I. 社会科学和社会工作

因为缺乏实质内容，这些心理系学生应该忽略上面的所有分析，根据逻辑做出判断，即根据每个领域中的研究生的比例做判断，也就是基础比率。这个信息也提供给了学生们。测试者假设这些学生能够意识到这些才是真正的数据。他们懂得，在特殊情况下，可获得的信息越不可信，他们越应该依赖于已有的信息，也就是用认知心理学的语言来说的“个案比率”（汤姆的档案），不应该与“基础比率”（所列出的各个领域中研究生的已知比例）一起考虑。那些受试者意识到基础比率才是他们拥有的唯一精确的数据吗？没有！

这些受试者完全依赖不相干的档案，认为计算机科学和工程学是汤姆最有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能从事的研究领域，尽管这两个领域所招的研究生相对较少。

我们不必苛责这些学生，就像前面了解到的，股市中的投资者总是犯类似的错误，重复地被个案情况所影响，即使支持这些个案的数据常常极其脆弱。太多在互联网泡沫中买入热门科技股的人，没有考虑到在之前每一次科技泡沫破裂的时候，类似的科技股股价都平均下跌了 80%。又是 80%，这是投资者应该考虑到的基础比率。

让我们通过这一点引出另一个心理学指导原则：

心理学指导原则 5：市场的复杂性与不确定性越高，不论近期的回报如何可观，你都不应该重视个案比率，而应更多地关注基础比率。

回归均值

前面的来源于代表性的认知偏见，支持一个最重要而且持续出现的投资错误。作为直觉统计师，我们不理解回归均值原则。这一统计学的现象是在一百多年前由优生学的先驱弗朗西斯·高尔顿（Francis Galton）提出的，对避免重大的市场错误有重要意义。在研究人类的身高时，高尔顿发现身材最高的男人常常有矮个儿子，而身材最矮的男人经常有高个儿子。因为大部分高个的男人都来自于中等身高的家庭，他们的孩子有可能会比他们矮；同理，个子矮的男人很有可能会生出比自己高的孩子。在这两种情况中，子女的身高并不像他们的父亲的身高那样差距太大。也就是说，他们子女的身高回归到整个群体身高的均值。

对这种现象的研究催生出了“回归”这个词。回归的作用随处可见。在我们的经验里，大部分杰出的父亲多少都会有不争气的子女，魅力四射的妻子身边是平淡无奇的丈夫，那些看上去有毛病的人通过调整常常有所改进，而被认为有巨额财富的人最终会走坏运。

看看我们对一个棒球运动员平均击球率的反应。尽管一个运动员在赛季中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击球率是0.300，但他的击球率可能是不平均的，他不会在每10次击球的过程中都会打到3个球。有时他的击球率是0.5或更高，远高于其平均值（或均值），有时候击球率可能只有0.125。在162场大联盟比赛中，不论他在一些比赛中的击球率是0.125或0.5都不影响平均值。我们更趋向于关注其刚刚结束的比赛记录，而不会意识到球员在一个星期或一个月中的表现与整个赛季的差异很大，运动员被称为在“连续安打”或在“下跌”的状态。粉丝、解说员，甚至很不幸的还有运动员自己，也都对短期的表现投入太多注意力，而忘记了运动员更可能会回归到长期平均表现水平。

回归发生在很多本不期望出现但必定会出现的事件中。以色列空军飞行教练员在表扬了成功执行了复杂演习的学员后会很苦恼，因为通常下一次演习中学员的表现会不怎么好。相反，当他们批评一次差劲的演习之后，接下来便是一次好的表现。他们搞不懂的是，为何这些学生飞行员训练时的表现水平，与棒球运动员每日的击球率一样不稳定。他们的飞行表现回归到均值。好的着陆之后是一次较差的着陆；专业水准的射击之后是未击中目标；优秀的编队飞行之后是乱七八糟的队形。将演习的质量和他们的评论联系起来之后，教练员错误地总结为“批评促进学习，表扬不利于学习”，这一概括遭到了理论研究者的普遍反对。

在股市中这种情况是如何运行的？根据当时芝加哥大学的罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）和雷克斯·辛克菲尔德（Rex Sinquefield）关于股票回报的经典研究，在截至2010年的85年中，股票的平均年回报率是9.9%（包括股价增值和分红），债券平均回报是5.5%。考利斯委员会（Cowles Commission for Research in Economics）的一项早期研究显示，股票的回报率和19世纪80年代几乎一样。

如图3-3所示，股市的回报一点都不稳定，与击球率为0.3的运动员在一些星期里的单一一场比赛结果一样。很多时间里股票的回报远高于9.9%的均值。在部分时段股票的表现惊人，有时一年的涨幅高达40%或以上。在部分时间段里，股票的表现像是在做自由落体运动。虽然股票的平均回报率稳定，但也有“连续安打”或在“下跌”的状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

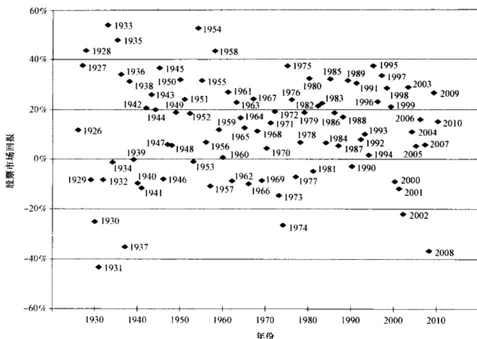


图 3-3 股票年回报率（1926～2010年）

Source：© David Dreman，2011. Data Source：Ibbotson® SBBI® Classic Yearbook 2011.

对于投资者来说，普通股的长期回报率，就像球手的长期平均击球率一样，是应该记住的重要的事情。然而，作为直觉统计师，我们发现要做到这一点很难。**市场的历史证明，我们总是坚持把市场对常态的偏离当成一种新的状态。**

1927～1928年或1995～1999年的投资者认为，25%～35%的回报在那时是常态，尽管这种回报与均值相去甚远。而在1930～1931年、1973～1974年以及2007～2008年，投资者又觉得大额损失是不可避免的，尽管他们同样明白这种损失与均值相差很大，就像图3-3所示的那样。1982年年中，投资者发现道指（当时的指数低于1965年的水平）的表现平淡无奇，所以他们认为股票不再是一个好的投资工具。《商业周刊》在大牛市开始之前的1982年7月发表了题为《股票之死》的封面故事。到1987年，道指上涨了4倍。理所当然的，在20世纪90年代末，华尔街教主们认为，因为美联储已经解决了经济周期问题，大熊市将成为过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去。这些乐观的想法所持续的时间，还没有列依每次婚姻的平均时间长。

相似的剧情在股市每一次高峰和低谷期上演。通过研究投资专家的买入和卖出建议显示，大部分专家对目前市场的波动预测大同小异。流行的观点总是高额的回报（不论是正回报还是负回报）会持续下去。而更有可能出现的情况如图 3-3 所示，那些高额的回报是散点图中的极端值，随后的价格会回归均值。

我们在详细研究一个特定的趋势且深陷其中时，可能会对长期回报的关联性熟视无睹。在全神贯注于短期行情时，即使是那些对长期标准很清晰的人，也无法完全看清长期趋势。市场的长期回报可以被看做是一个中等身高的男人。就像一个身高超常的人不太可能有更高的子女一样，如果真的有超高回报率，其后期不太可能有更高的回报。

但因为股市专家和其他人一样，对回归的原则不太清楚，每个相对于过去基准的巨大的价格变动都被一个新的伪理论加以重新解释。

冗余信息所扮演的角色

我们容易忽略在做投资选择时应该考虑到的长期事实的另一个原因，是我们面对的信息太多了。TMI 是“过多的信息”（too much information）的简写，在 2000 年年初成为行话。TMI 通常在打趣的时候作为感叹词，在你被迫了解了有关某个人或某件不重要的事情等你并不在意的信息时会用到。TMI 也有严肃的一面：投资者信息超载的问题。这是由我们今天可以获得连续不断的数据、电脑的强大处理能力，以及手边无所不在的聊天工具造成的，这可不是闹着玩的。

TMI 除了新信息别无其他。这让我想起了 1524 年 2 月 1 日之前预言家对伦敦市民的骇人警告。这些预言家警告说，基于大量的星相学证据，他们发现在那一天最平静的泰晤士河将会瞬间高涨几十米，将整个城市淹没。这使得相当一部分伦敦居民在指定日期到来之前搬出伦敦，尽管他们很快发现这些伪科学专家根本不靠谱。毫无疑问，泰晤士河依然平静地沿着两岸流动。

回来的人群很愤怒，很多人想将这些预言者装进袋子扔到河里。预言家知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能要发生的事情，因此抱团对愤怒的人群说，星象是绝对不会错的，洪水会发生的。但他们在做复杂的计算时犯了一个轻微的错误。洪水将发生于 1624 年 2 月 1 日，而不是 1524 年 2 月 1 日。伦敦的百姓可以回家了，至少有一段时间可以待在家里。

当我们面对 TMI 或者比较专业一点的“信息超载”时，会发生什么事情呢？

由信息超载引发的偏见

1959 年，诺贝尔经济学奖得主博学的赫伯特・西蒙（Herbert Simon），是最早的认真看待信息超载的专家。通过最简单的公式，西蒙发现大量的信息不仅不能让人做出好的决策，甚至可能会导致差劲的决策。这是因为人类无法有效地处理大量的信息。西蒙说：“人类生活在一个每秒钟传递上百万比特的新信息的环境之中，但很显然我们的感知系统每秒只能处理 1 000 比特左右的信息，可能还会更少。我们只能清醒地对很小一部分信息做出反应。”

在处理这些信息的时候我们是带有偏见的。西蒙教授说这种过滤过程并非是被动的行为：“从一开始，就是将注意力集中在整个事件的一小部分上，排除了几乎所有其他没有关注的内容。”他发现，偏见的关键是当人们被大量的信息轰炸时，他们只看到自己喜闻乐见的部分而过滤掉其他部分。最近的很多研究支持这一发现，包括巴巴・西弗（Baba Shiv）和亚历山大・弗多瑞辛（Alexander Fedorikhin）教授在 1999 年发表的研究，以及纳尔逊・科旺（Nelson Cowan）在 2000 年发表的一篇研究文章。

在股市（以及其他的交易市场）环境中，谁深受信息超载之害？很难说是专业投资者还是个人投资者。信息量之大无法估测。只要想想那么多的证券分析师，有时候分析同一家公司的分析师就高达 20 个以上，他们要给出各种研究报告和更新内容，更别提他们必须提供的相关公司、行业、股市以及其他重要的经济和金融数据信息。信息超载？更像是信息崩溃。那么多人每天在工作，面对不是成千就是成百个传统投资理论必须考虑的分析因素——从各产品线的竞争和利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空间，到新的发展对行业和公司的收益变动的趋势和可能性。

这些有时候惊人的巨量的市场信息，很多是复杂且自相矛盾的，几乎不可能用来做有效分析。就像我们在第2章所看到的，这是从长期来看为何基金经理回报很低，以及只有很少的分析师和基金经理能够战胜大市的重要原因。当然，尽管受过高等教育的男女利用大量的公司资源煞费苦心地做出了这些决策，你可以肯定情绪和启发法必在其中。（如果非常小心地查看各种谨慎权衡的、经过精心设计的投资推荐报告，你可能会看到情绪或认知启发冒了出来。）

因为我们不得不生活在一个信息泛滥和信息超载的市场，但正如将在第四部分看到的，我们有办法降低信息超载的负面影响。现在我们来看看其他一些在处理启发式偏差时大脑做出错误判断的途径。

启发式数学

还有一个源于代表性的有力的启发式偏差。我们在直觉上相信心理上的输入和输出应该密切相关。长期来看那些销售增长强劲（输入）的公司应该伴随收益和利润率的增长（输出）。我们相信持续的投入会比不持续的投入提供更大的预见性。比如，测试显示当一个学生已经获得了两个B之后，人们对他在将来再获得一个B的概率比曾经获得A和C的学生更高，尽管这种信念在统计学上没有被证实。将这翻译成股市术语就是，投资者对那些几年间收益增长稳定的处于10%的企业，比收益增长在同一时期为15%但波动性大的企业更有信心，比如第一年增长18%，第二年增长3%，第三年增长15%，等等。

这一发现的另一个直接用途是，投资者对一只价格上升的优质股票和价格下跌的劣质股票所抱有的态度相同。分析师、基金经理和经纪人最常被问到的问题是“如果股票真得那么好，为什么它还不上升”或者“如果逆向投资策略真得这么成功，为什么它现在不顶用了”。当然，答案是价值（输入）在很长一段时间内没有在价格（输出）上体现出来。在几十年内，逆向股票的表现优于大市，但这并不意味着它们不会在某一年或某些年中的表现低于大市。记住前面提到的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归均值。然而投资者常常要求即时的不准确的反馈，最终可能会犯下严重的错误。

这种现象的另一个有趣的方面是投资者总是错误地对高额投入或产出抱有很大的信心。我们之前看到，20 世纪 90 年代末的互联网股票被认为前景很诱人（输入），同时被惊人地不断高走的价格所证实（输出）。每个泡沫之中的公司强大的基本面与其高涨的股价相生相伴，就像 20 世纪 90 年代中期 HMO 的股价和 1968 年计算机软件股及 1973 年的医疗科技股的股价。快速成长的互联网公司和其曲棍状的股价图的强相关性非常好，投资者乐于将它们当做一个可信的预言来接受，但一代代的投资者都曾痛苦地学到，这种事情是不可持续的。

在每一次股灾和投资狂潮中，同样的想法都会出现。分析师和基金经理在股价下跌（输出）时，会回调收益的预期和展望（输入）。格雷厄姆和多德，两位机敏的市场诊断者，清楚看到了输入—输出之间的关系。他们写道："市场的一个必然的规则是，普通股估值的普遍理论与股票价格的变动水平紧密集合在一起。"

之前我们看到，即时成功的需求总是引导人们投资于当下赶潮流或时尚的公司，而不是投资于基本面好的公司。投资过程一旦被规划，就应该耐心实施。关注于投入和产出的短线投资者反对这一目标。问题并不像它表现出来的那么简单，研究表明商人和其他投资者痛恨不确定性。对于处在市场中的大部分人来说，快速的心理学判断所给出的输入—输出的匹配性，是成功投资所期望的条件。投资者从这种持续重复的启发式错误中获得优势，也是第四部分提出的投资策略的一个重要组成部分。这种行为的一致性将我们带到下一个心理学指导原则。

心理学指导原则 6：别期望你在股市所采取的策略会带来快速的成功，给它足够的时间来实现目标。

锚定和后见之明

我们简要查看一下另外两个可以导致投资失误的系统性启发式偏差。它们都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很难被纠正，因为它们相互强化。第一个称为“锚定”（anchoring），是另一种简单的启发法，在当前的股价范围内为股票设定一个价格即锚定。在一个复杂的情形中，比如市场，我们会选择一些我们认为是好的买入或卖出的点，以此做判断。这些判断通常不充分。因此，1997 年一位投资者在希望买入个人电脑联网的领头公司瀑布通信（Cascade Communications）的股票时，会认为那时 91 美元的股价太高，期望以 80 美元的价格买入。但瀑布通讯 91 美元的股价是严重高估的，股灾之后它在股价回升之前的价格是 22 美元。锚定的价格过于接近当前的股票价格，而投资者看上去不相信在他们想卖出的时候股票会跌得更低，在买入的时候股票会涨得更高。这常常会让投资者错失机会。

最后一个偏见也很有趣。在回溯前面的失误时，研究者发现，人们相信只要没有带上黑色或玫瑰色的眼镜，他们就可以很清楚地看到每一个错误。在回顾过往的时候，什么事情应该发生，看上去很显然。后见之明严重地扭曲了对过去所犯的错误的恰当评价，明显限制了我们从过去的经历中能够学到的知识。

回到 2007 ~ 2008 年的房地产崩盘，很多投资者抱怨自己，因为房地产泡沫看上去如此明显。我们同样知道衍生品的数量和种类多到难以置信的程度。我们中的一些人在 2007 年年初看到次贷借贷方如新星金融、新时代金融公司以及其他很多公司过度使用杠杆的情况，在那之前就采取了适当的行动。

但大多数人直到金融市场开始崩溃之后才知道杠杆在整个金融系统的渗透程度，杠杆被很专业和复杂的衍生品以及由投资银行家和银行蓄意复制的低质量的次贷贷款放大了无数倍。在金融崩溃之后的 2009 年年底和 2010 年，经过美国众议院和参议院委员会邮件传讯，以及其他来自于银行、信用评级机构和投资银行的消息，情况才开始披露出来。大部分投资者对泡沫之前的监管机制有多么差劲以至于任由杠杆大到无法控制的局面，以及有多少次贷债券被穆迪、标准普尔和惠誉国际过高评级毫不知情。[⊖] 2011 年年初，由参议院议员跨党派委员会所写的

⊖ 抵押贷款机构极大地提高了股票的评级水平，这是金融危机最重要的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

措辞严厉的报告由两个主要的参议员委员会发表：华尔街和金融危机委员会，由卡尔·利瓦伊（Carl Levi）（参议院永久调查委员会的主席）领导；以及由菲尔·安吉利德斯（Phil Angelides）领导的金融危机调查委员会来调查这场危机。调查报告显示，高风险贷款、由监管部门和信用评级单位所做的垃圾债券评级以及由华尔街最大的一些机构的利益冲突，共同造成了美国历史上这次最严重的金融灾难。委员会撰写了这份针对从高盛到华盛顿证券基金的大金融玩家的措辞严厉的调查报告，然后报告交予司法部，用于调查各种指控，其中的一些可能构成犯罪。现在来看这些问题都非常明显，但就像上面的例子所显示的，当时人们如陷入梦境一般无法看清。因此，我们认为错误很容易被发现，且坚信我们不会再犯同样的错误——直到我们再次犯错。这种偏见也很难处理。再重复一次，去图书馆走走可能是最好的解决之道，图书馆给出了那些现在看上去非常明显，在那时却无法看清的资料。

启发法和决策偏见

我们总是无法抵御市场热潮的诱惑，几个世纪以来谨慎的投资者总是被一次又一次的投资热潮所带来的巨大利润的光辉一扫而空。现在，通过对可获得性、代表性和其他我们已经分析的决策偏见的理解，我们知道了为什么快速利润的光芒对市场参与者和专家的观点有如此持久的影响。

不论是什么风潮，专家们都可以证明一项给定的投资在统计上是否优于刚刚过去的一段时间以及接下来相当长的一段时间的其他投资（个案比率击败了基础比率）。但是这次的情况真的不一样！

这种模式一直在自我重复。1830 年的运河债券的买家或 1929 年的蓝筹股买家可能会说这些投资工具很好，在最近的一段时期具有很大的优势。随着 1929 年大股灾和持续了 15 年之久的大萧条，人们涌向利率几乎为零的政府债券。经受了市场的惩罚之后，投资者的所求唯有避险，不论收益有多低，正如人们在 2007 ~ 2008 年股灾以及 2011 年 8 月份又冲进利率几乎为零的政府债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以寻求安全一样。

在20世纪五六十年代，投资于一流的普通股非常流行，而在60年代末，投资股市的优良记录使得投资债券的做法充满争议。《机构投资者》这本擅长捕捉流行趋势的杂志，在1969年2月份的封面印着一只恐龙，然后问："债券市场还能生存下来吗？"文章继续写道："长期来看，直接债务融资在公开市场上可能会消亡。"

20世纪70年代初期股票集体疯狂上涨，导致其收益率开始出现下跌。债券的回报很快超过了股票的回报。专家们开始追逐当时的潮流，不管潮流是什么。一位基金经理在互联网泡沫最高点看着那些飞速上涨的高科技和互联网股票说，这些股票的表现出色得就像"黑暗中的灯塔"。我们现在都非常了解灯塔后面是暗礁。

尽管市场的历史有说服力地告诉我们极高或极低的回报具有天然的短命性，但一代又一代的投资者仍然被当时的主流想法全部拿下。每一个趋势都有统计数据做支撑。趋势有强烈的情绪性和启发式的特点。它们异常突出、容易被唤起，同时又都被高涨的股价证实。这些偏见相互作用，天性使然地将当下流行的趋势投射到未来。每次所犯的同样错误是，趋势可能持续几个月或几年，但这并不具备代表性，这与股票或债券的长期表现相差甚远。在后见之明中，我们可以清晰地鉴别出那些错误，我们会纳闷：如果错误这么明显，为什么不能早点发现？

我希望你从本章学到的最主要的知识是：我们一直在使用的信息处理捷径，虽然在日常情况下非常有效率，但在市场上却系统性地与我们作对。我们因为各种原由成为不了优秀的信息处理者，而存在于我们决策中的认知偏见的影响力如此之大，不仅仅出现在投资之中，也出现在经济、管理以及生活的方方面面。

虽然如此，这些发现几乎完全不为主流经济学所接受。市场的主流理论有效市场假说，几乎否定了我们考虑到的所有心理学问题。相反，有效市场假说指出，任何时候投资者都是理性的信息处理者。为了查看这个假说的教条多么具有误导性，以及它对你的投资收益有多大的危害性，后面将仔细讨论这个假说，以及它应该被丢弃的各种理由，或者至少不能让这个假说控制了你的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分
Part 2

新黑暗时代

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章
Chapter4

穿斜纹软呢夹克的征服者

16 世纪西班牙征服者满脑子想的都是黄金。这些具有海盗气质、冷酷无情的开拓者听信了一个谣言，说在秘鲁有一个满城是黄金的城市，由一位在黄金湖中洗澡、将金粉做香水一样用的皇帝统治。他们不断寻找理想中的黄金国，并将自己的梦想告诉其他人。但这个城市从未被发现过。

5 个世纪瞬息而过。如今信仰与宝剑的冲突比几个世纪之前的祖先们所面临的情况要激烈得多。现在占统治地位的征服者不再是传统的战士。看看他们，你会觉得这些人是优秀的、专业的、穿着学术的盔甲，肘部打着皮革补丁的斜纹软呢夹克的人。别被他们保守的衣着糊弄了。他们持有当代投资世界中最厉害的武器（用极高深的数学和统计学知识编程的处理能力非常先进的电脑），他们的研究成果无可匹敌。全国各地（很快蔓延到全球）主要大学的理论学家们提出了一个不但会改变华尔街，而且会改变整个投资理念的新理论。他们心如钢铁一般坚定，他们雄霸学术的信仰与最原始的征服者的宗教热情一样炙热，他们的剑锋会指向任何一个愚蠢到胆敢挑战他们的人。

我认识很多这种很喜欢向你展示通向理想之城的理论家的门徒。他们有一个数学化的路线图，以及一个可以解释投资者如何做决定和市场如何运转的理想理论。虽然他们对黄金之城的许诺表现平淡，但他们热衷于找到打开市场秘密之门的钥匙。

他们的论点让人联想起英国前首相丘吉尔关于俄国的描述："那是个包在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谜团里的谜中之谜。”在认识这些论点的缺陷之前，我们先来了解一下他们如何说服那么多人相信这个理论，没有别的原因，只因他们既有科学素养又有说服力。

革命性的新金融假说

数学分析理论的新征服者是已经用一个科学的金融文化清除了所有其他正在凋零的金融文化，还是他们做了一些非常错误的事情？在这里他们更有可能带来一个新黑暗时代，而不是一个新启蒙运动吗？历史学家眼中的黑暗年代，据我们所知指的是一段文化和经济都退化的时期。欧洲在古罗马帝国倒台后出现了破坏和衰退，这种情况一直持续到中世纪早期。相对于古希腊、古罗马和文艺复兴时期的高度文明及民主，这段时期对人类启蒙的作用微乎其微。爱德华·吉本（Edward Gibbon）在《罗马帝国衰亡史》中以 18 世纪的眼光，用“毫无是处的黑暗时代”表达了他对那个时代的蔑视。

我不知道吉本会怎样看待现在。他可能会问，在技术、医学、科学和文化水平如此发达的时代，我们的思想力量怎么倒退得如此厉害呢？当然这句话并不是指我们整个文化和技术发展。恰恰相反，这仅仅在指代社会科学的一个领域：经济学。

在过去的 65 年中，经济学的研究从象牙塔中走出来，开始产生广泛影响。经济学家所支持的经济和金融理论，现在强大到足以影响全世界几亿人的幸福，他们推动我们在 20 世纪前期所学到的知识的基础上大步向前。

历史回顾

新征服者的经典，即有效市场假说，也就是通常所说的 EMH，是在几代人中影响最深的金融理论。最近几十年里，它吸引了专家们的眼球，在全球金融世界里成为影响最深远、最受推崇的理论。批评家抗议说该理论以及相关的大部分研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究从未被证实过。其他一些走得更远的人说 EMH 的前提，以及用看上去高度复杂的数学证明 EMH 的论文，被其他社会科学拆穿了真面目。当然也被市场本身拆穿。但是，EMH 依然繁荣，被大量的投资者本人或他们的证券基金经理以及投资顾问所追随。

为什么 EMH 和它的两个兄弟，资本资产定价模型（capital asset pricing model，CAPM）以及现代资产组合理论（modern portfolio theory，MPT），会在投资界中变得如此有用？这些教育是如何影响你的，是如何改变市场的？就像由情绪和其他认知启发所导致的心理误差，可以通过注意和了解而避开，研究 EMH 以及它的不足之处，在避免投资者受其有害影响方面很重要。

强大而新颖的假说

这场革命在平静中开场。法国一位非常出色的数学系博士研究生路易斯·巴舍利埃（Louis Bachelier）在他的学位论文中讨论了 20 世纪前后商品价格的变化。他总结说：商品价格的波动看上去是随机的，换言之，没有任何可预测的模型。当前的价格数据对预测未来价格的变动没有帮助。他的发现为后来闻名的“随机漫步假说”（random walk hypothesis）做出了贡献。

巴舍利埃的研究成果在几十年里一直默默无闻，直到 1960 年才重新被发掘出来。20 世纪 60 年代，其他科研工作者开始研究股票价格的波动。一项早期的研究显示，只要随机选择一系列的数据，将它们依次连线，所形成的图表看上去就如同长期的股票价格波动图。另一项研究发现，股价的运动与悬浮微粒的随机运动极其相似，也就是物理学上的“布朗运动”。该现象由苏格兰植物学家罗伯特·布朗（Robert Brown）于 1827 年首次观察到。

20 世纪 60 年代前半部分时间里，股价随机波动的证据已经确凿。从现在的角度来看，基本上所有这些统计学的证据，都支持“价格波动与过去价格波动是相互独立的”这种假说。

实际上，股价的随机漫步假说表明，股价波动和交易量的历史数据为投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供的信息不足以提出任何比买入—持有更好的策略。简单来说，你基本上无法战胜平均值，市场“没有记忆”。就像你和一个喝醉酒的朋友一起走路，你走向你的车，但你无法从他所走的每一步中预测到他接下来要往哪里走。

很显然，这个理论并没有被那些热衷于技术分析的人们接受，技术分析是两种被用来决定股票和市场价值的主流方法之一。但终究，他们靠预测股价运动为生。技术分析定义了一系列的技术指标，但其基础是给定过去的股价和交易量可以呈现出一幅清晰的未来图景。不同于本书即将介绍的基本面分析，技术分析倾向于只通过研究市场数据来预测股价的涨落，而不是查看一家公司的收益、财务和前景——这是基本面分析包含的内容。

两鬓斑白的资深投资人士应该从年轻的、胡须刮得干净清爽的专业电脑高手那里听到的是，他们老旧的方法过时了。如果后者是对的，这意味着技术分析方法可能会被抛弃。

显然，一场思想大战即将爆发。技术分析师打出了他们最复杂的技术牌，从高级的图表公式，到技术支撑和阻力位。大部分技术分析工作源于大量不同的价格和方法模型，在每一处处理之中都要与技术分析师的判断恰当地结合在一起。随着功能更强大的计算机被发明出来，他们可以生成以前从未有过的图形和表格、数据直方图和分析。

专家们迎面而来

但反对技术分析的专家并未退却，而是用强大火力——基本上采用了两种技术方法进行反攻。首先是关于股价随机波动的证据。20 世纪 60 年代早期的一些详细的研究更新了早期的发现，证明股票价格的波动是随机的，对技术分析师来说，至关重要的“趋势”的证据并没有被发现。阿诺德·摩尔（Arnold Moore）于 1964 年，克里夫·格兰杰（Clive Granger）和奥斯卡·摩根斯坦（Oskar Morgenstern）在 1963 年，以及尤金·法玛（Eugene Fama）在 1964 年都做过这些测试。比如，法玛在他的博士论文中分析了道琼斯工业指数中的 30 只股票在 1 天、2 个星期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或5年以上的不同时间间隔中的股价。他的结果坚定地支持了随机漫步假说。

如果股价是随机的，那么不论股价和成交量的信息如何，也不论图表看上去多么强大，在作为预测工具时，这张图表都显得毫无意义，因为股价接下来的波动与预测的价格完全不相关。如果一只股票已经连续上升，这一情况对第八天股票的涨跌并无影响。股价可能会上升或下跌，也可能平盘，就像投硬币，连续多次正面朝上之后，下一次正面朝上的概率仍然是50%。

在运用了严格的统计学程序的拓展测试中，在每天、每个星期和每个月之间，都只能观察到与随机的股价波动非常轻微的背离。技术分析师的中心论点——市场和股票可辨别的主要趋势可以被用于预测股票未来波动，被驳倒了。

技术分析师的第二个论点更难处理。“真的，”他们会说，“随机性可能会在每天或者在连续几个星期或几个月中被证明，但技术分析就真得不合理吗？那些实验只计算了大时间段的价格数据然后得出随机的结论。只研究每小时的价格变动而不考虑每天或每星期的价格变动的指标，会不会是一个有用的指标呢？或者可以只用部分特定数据并结合康德拉季耶夫长波（Kondratieff wave）来标出价格—成交量的趋势吗？”[⊖]实际上，技术人员会邀请专业研究者只利用技术分析而不是股价的波动来测试系统，按照这个方法对不同的“过滤”系统，即趋势反转技术方法进行了初步测试，结果惨不忍睹。比如，如果一只股票在下跌，过滤系统可能会显示股票正处于底部，应该下单买入，反之亦然。但测试显示，在扣除交易佣金后，这样做并没有带来多少回报。投资者同样要远离买入—持有策略，或者通俗地讲，就是简单地买入然后持有一个投资组合。相对强弱法是指买入在一段时间内表现较好的股票，但测试结果显示这种方法并没有带来更好的收益。接下来受欢迎的道氏理论也接受了科学审查。峰值、低位、支撑位和阻力位，尽管这些指标对于技术分析师来说很重要，但测试结果显示它们并不能预测价格。

⊖ 这一类指标非常多。价量指标计算股票的价格是否会根据交易量的上升而上涨或下跌。股价随着交易量上升而上升叫做牛市，股价随着交易量的上升而下跌叫做熊市。尼古拉·康德拉季耶夫是一位因康德拉季耶夫长波而出名的优秀的俄罗斯经济学家，他的主要贡献是发现欧洲经济看上去每50年就会进行自我修正。他曾在列宁政府担任要职，之后被遣送苏维埃的集中营，就再也没有消息了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“买入”或“卖出”信号出现之后，价格变化仍然是随机的。

计算机是变化无常的，在图表专家手中既有帮助，但也会对图表专家不利。在一个测试中，计算机软件分析了纽交所的 548 只股票在 5 年中的交易情况，以检索包括“头肩顶”以及“三重顶和三重底”在内的 32 种最常见的走势形态。这个程序模拟了图表专家通常在上述形态出现时采取的动作。比如，程序会在三重顶被突破（这是股票会走高的强技术指标）时买入；或者当市场大幅跌破三重底，跌幅可能继续扩大时卖出股票。基于这些信号，计算机操作买卖的结果低于市场的总体表现。买入和卖出信号与股价波动之间并没有相关性。买入—持有策略的效果也一样。

价格—成交量系统的命运相似。尽管这是一个重要的技术工具，但价格多少或成交量大小的改变并不会直接影响未来股价的级别或方向；股票在放量下跌的情况下可能会出现反转，在下一阶段走高，股票放量上涨的情况也是如此。

所有的测试都表明，利用技术分析获得的回报并不比简单的买入—持有策略好。浩如烟海的证据都强烈支持随机漫步假说。需要稍微注意的是，部分测试确实显示出一定程度的相关性（非随机性的股价波动），表明一些边际盈利交易准则和小的过滤系统确实一直都在起作用。问题是这些系统通常包含大量的买卖操作，佣金总额抵消了绝大部分利润。

在这么多的试验中，没有一个证据可以驳倒随机漫步假说。尽管如此，技术分析师还是声称他们的方法很有效，而且如果查看他们所给出的例子，你会发现这些例子完全符合他们的说法。但就像我们看到的，他们能获得成功其实在与平均法则相一致时才会出现。当然，他们的方法在分析过往数据的时候会更有用一些。技术分析师具有人的共性——善于遗忘他们“做错”的事情，只记得“成功”的事例。如果他们错了，原因肯定不是出在基本的技术方法上，而是操作不当或者当时需要其他技术和辅助信息支持。技术分析师声称其方法是有效的，电脑上的证据就表明这些技术与某一段时间的数据相匹配。毫无疑问这些都是真实的，但当部分结果被更深入测试时——使用不同时间段和更广泛的股价信息，相关性就消失了，这再次表明系统所给出的结果本质上还是随机的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该说的事情都说了，该做的事情都做了，也不可能完全证明随机漫步假说是无效的，这也就意味着不仅仅要检测上百个系统，也要检测其他成百上千的可能的组合，最后由技术分析师自己给出最后的答案。这需要做非常多的测试。技术分析师可以说并不是所有的系统都经过检验，而且他们所做的决定不仅仅基于某一种分析方法，而是基于判断和经验的结果，他们说得非常正确。但是，从所收集的大量证据来看，还没有发现任何一个技术分析系统能够否定随机漫步假说。

尽管专业研究非常不支持技术分析，但图表专家和技术分析师依然很走俏。即使知道这些成果，他们也不认输，因为“他们”的系统与这些发现不同，他们也希望客户忽略这些研究。他们花费了太多精力去反驳，但通常其抗议缺乏有力的证据支持。

当他们不再警告投资者要当心时，学术界看上去会将技术分析师当做隔岸观火、自娱自乐的人，有些人可能被看成是巫医或原始预言家（这里不包括当代的占星师）。在很多年前，这种顽强而专注的金融预测狂就已经成堆了，不仅仅有学术界人士，还有一些支持基本面分析的投资者。我所知道的一些刻薄的基本面分析师甚至建议专家做个新实验：调查身着光鲜的西装、散口的圆领、衣服上还有各式各样破洞的技术分析师这一样本群体，然后将其他的华尔街人士作为对照组。他们认为结果会显示技术分析师的着装是最差劲的，因为他们自以为是。

尽管如此，很多基本面分析师都是技术分析神秘世界中的业余玩家。尽管在华尔街，基本面分析是主流，但还是有不少人时不时偷偷“看看图表告诉了他们什么”。可能在股市危机期间这样会更频繁一些，同时也为买入决定做最后的确认。尽管我们发现这50年来有大量的证据表明技术分析的有害性，但它还是被投资者广泛运用。

学术界的闪电战

对大部分基金经理和分析师来说，学术界人士并没有满足于已经摘得理论桂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冠的无可争议的胜利。从 20 世纪 60 年代中期开始，当研究者询问那些信奉基本面分析的绝大多数华尔街专家的平均回报是否高于市场回报时，发起了一个更加野心勃勃的行动。

基本面学派认为一家公司的价值是通过严格分析其销售、收益、分红预期、财务实力、竞争力以及其他相关的数据后才能做出决定。基本面分析师在大学以及就读研究生期间[⊖]学过各种复杂的方法，接受过应用训练，而且他们的知识面在日常工作应用中获得了拓展。这种分析方法在证券基金、银行信托部门、养老基金、投资顾问以及大部分经纪人那里得到了大量运用。

尽管基金经理的证书毫无瑕疵，但他们过去多年的交易记录只能用“不尽如人意”来概括。最早的一篇关于基金经理的回报的研究是由美国证交会（SEC）开展的。该研究报告统计了 20 世纪 20 年代末到 30 年代中期投资公司的表现。报告写道：“结果可以很明确地概括为，投资管理行业（封闭式基金）的表现完全低于领先的普通股股票指数的表现，可能也比 1927～1935 年指数的表现要差。”美国经济学家和商业人士阿尔弗雷德·考利斯（Alfred Cowles）创立了考尔斯经济研究委员会和《计量经济学》期刊，他分析了 1933 年投资专业人士的表现，得到的结论是基金经理没能跑赢大市。这份研究在 1944 进行过更新，但结果没变。

20 世纪 60 年代到 70 年代，有很多关于基金经理的投资表现平平的学术研究发表出来，其中最详尽、最具有杀伤力的研究是由沃顿商学院的爱尔文·弗兰德（Irwin Friend）、马歇尔·布鲁姆（Marshall Blume）和吉恩·克罗基特（Jean Crockett）发表的。这份报告在专家学者和职业投资人中间被广泛传阅和讨论。报告显示，从 1960 年 1 月到 1968 年 6 月 30 日，136 家基金的年均回报是 10.6%，而同期纽交所股票的年平均回报是 12.4%。

也许基本面专家对他们表现不佳感到困惑，专业学者可能不这么认为。从 20 世纪 60 年代中期开始，学术界将他们研究的方向从技术分析转向基本面分析，研究拓展到证券基金和其他专业投资者的回报表现。他们绝大部分人都赞同证券分

⊖ 有很大数量的专家仍然相信或至少仍在受聘讲授这些课程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析。教授们再次证明，基金和其他大型资产管理人的表现低于大市。

金融学理论界有一股力量在指控有效市场假说违背了大多数人的常识，包括诺贝尔奖获得者马歇尔·布鲁姆、默顿·米勒（Merton Miller）、威廉·夏普（William Sharpe）、迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）以及其他著名的学者如尤金·法玛和理查德·罗尔（Richard Roll）教授。

专家的分析被证明他们对待基本面操作者的态度和对待技术分析师一样严厉，其他主流的观点也受到粗暴对待。专家们没有发现在投资组合的高换手率能够导致优异表现这一广泛接受的观点之中的联系。快速换手不会改善收益，而看上去却会慢慢侵蚀回报。尽管收取高昂认购费的证券基金声称他们能够带来更好的回报，但同样也没有发现回报表现与认购费之间的相关性。总之，报告明确表示：证券基金的回报表现低于大市。

这些结果对那些喜欢告诉客户他们可以提供优异表现的基金经理来说可不那么舒服。证券基金经理的表现不仅低于大市，如果我们用专家所定义的风险加以调整，他们的经营水平常常更糟糕。那时，基金经理表现差劲得就像印加军队在弗朗西斯科·皮萨罗可怕的大炮和骑兵[⊖]下溃不成军。但就像我们将会看到的，用计算机这匹“战马”推翻原有的意识形态，与支配一个理论世界是两码事。

有效市场军团不断壮大

在前面我们看到，学术界的调查者提出了一个革命性的新假说，也就是我们前面简要了解的有效市场假说，假说认为有经验的、博学多识的投资者之间的博弈能够将股价维持在合适的水平。这种情况会发生是因为所有决定股价的因素会被大量聪明而理性的投资者所研究。新信息，例如一家公司收益预期的变化或股息削减，会快速被市场消化并立刻表现在股价上。无论你喜不喜欢，这么多市场参与者之间的竞争，寻找隐藏的价值，会让股价表现为对真实价值的最佳估值。

⊖ 那时美洲并没有马和骑兵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价可能不会永远恰好在正确的水平，却是无偏的，因此如果股价不对，那它们不过是被高估或低估了。

由于有价值的信息会随时流入市场，因此股价的表现呈现出随机的状态，这也是图表和技术分析不起作用的真正原因。没有人能够预知什么样的新信息会来临，也不知道它是正面的还是负面的，是会影响到整个市场还是只影响一家公司。

有效市场假说最关键的一个前提是市场对新信息的反应几乎是瞬时且正确的，因此投资者不能从中获利。为了证明这个论点，研究者分析了一系列宣称可以证实这项理论的研究。

有一项重要的研究拓展了市场对拆股的理解。实际上，当股票被拆分时，股东并不能从中获利——股东所占有的权利与之前相同。如果有天真的交易者抬高股价，专家、有经验的投资人将会卖掉股票直到价格回归。研究者说，市场的效率会证明这一点，而且这就是事实。实验已经证明，拆分之后的股票价格与分拆前一样，保持了与市场波动的一致。

另一项研究计算了 261 家大公司在 1946 ~ 1966 年的收益，结论是差不多有 85% ~ 90% 收录在业绩报表中的数据，在业绩发布的当月被预先猜测到，这显示了市场对信息的知晓程度。其他的测试也得出了相似的结论，证明了专家们所说的市场会对新信息很快做出调整。

这些测试真的可以证明他们所说的市场对新信息迅速做出反应这种情况吗？记住这些有效市场假说的重要结论。我们会简要查看这些测试充满信心地将有效市场假说抛向投资者时是如何自食其果的。

资本资产定价模型：是有效市场假说的胜利还是特洛伊木马

在宣布股票市场有效率之后，理论家告诉投资者他们可以预期获得公平的回报，即与买入一只特定股票所承担的风险相等的回报。资本资产定价模型，（CAPM）闪亮登场了。风险（如同 CAPM 所给的定义）是波动性的。证券或投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合与市场相比，其波动性越大，风险就越高。

最常见的量化波动性的工具是 beta 系数[1]，它可以是证券基金、投资组合或者股票的波幅。计算 beta 系数时，要将证券基金、投资组合或者股票与基准做比较，通常这个基准是指数。大型证券基金的股票组合或其他类似的股票投资组合，常常要与 beta 系数被设定为 1 的标普 500 指数进行比较。如果证券基金的beta系数较高，专家会说，证券基金的风险比指数的风险要高。相应地，较低的beta系数意味着低风险。理论家们说，长期来看，风险和回报必须是一致的。高风险的证券或投资组合能够带来的回报更高，低风险的证券或投资组合的回报低。因此，那些年回报率高于市场 3% 的基金经理的投资组合的 beta 系数要更高。由于专家们假设风险（波幅）和回报之间有直接的相关性，经过波幅的校准，那些表现高于市场 3% 的经理人可能比表现高于市场 1% 的经理人做得要差劲。专家将这种计算称之为风险调整后的回报。

有效市场假说简单而优雅，表面看很有吸引力，因为它解释了投资中最常见的谜团：为什么成千上万聪明而勤奋的专业选股人总是被市场所蒙蔽，对自己的选择感到忐忑不安？

在告诉投资者不会从技术分析中获得收益这一点上，有效市场假说比随机漫步假说有更广泛的说法。[2]如果是正确的，这个新论点会让基本面研究者感动得泪流满面。即使有再多的基本面研究，包括华尔街大经纪行价格昂贵的详尽研究报告，也无法让投资者占得优势。如果有足够的买家和卖家正确地对新信息做出估值，股票被低估或高估的情况将很少发生。

一些说法扑面而来。有效市场假说告诉你买入并持有比频繁交易好多了。频繁的交易只能增加手续费，不能增加收益。这个理论还告诉你，有一些投资者表现很好只是归功于运气好，你没有理由相信他们优异表现会继续下去。

有效市场假说的“半强式”理论范式主张证券基金、管理百万美元级别的基

---

[1] Beta 系数通过回归分析来计算。从非数学的角度来看，可以将 beta 系数看做一只股票相对于整个市场的波幅。

[2] 后面还会讲到有效市场假说的弱点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金经理或个人投资者，不论多么有经验，都不能借助公共信息打败市场。这是有效市场假说在今天最被广泛接受的主张。

如果有效市场假说的“弱式”理论范式——随机漫步假说给出一些精彩的言论，其“强式”形式就会给出双倍的。有效市场假说的加强版本主张，没有一种信息，包括公司内部人员或投资某家公司股票的专家（那些本子上记着有未履行合约等秘密材料的人）所知道的信息，可以让你在股市中表现出色。但在截至目前的研究结果中，有证据显示内部人员和专家们具有跑赢大市的能力。有效市场假说的加强版本考虑得太极端了，没有被广泛接受。

支持有效市场假说的专家

尤金·法玛教授[⊖]是有效市场假说的主要倡导者（《财富》杂志曾将他比作股市的大智者所罗门），于 1991 年 12 月以及 1998 年回顾了有效市场假说的文献和进展。法玛的报告涵盖了其 20 年前所做综述之后的近百篇文章。这些文章强烈支持有效市场假说的半强式理论范式。

尽管过去 45 年里有成千上万的学术论文是关于有效市场假说的，但除了两个例外，几乎没有支持有效市场假说的新研究出现。一些新研究成果显示，每天和每周的股价波动是可预测的。但在扣除佣金后，能留在口袋里面的钱并不多。

根据法玛的综述，支持有效市场的另一个新发现来自于事件研究——研究特殊的事件以及它们如何影响股票或市场。过去 20 年里，有近百项相关的研究被发起。法玛总结说：“一般来说，股价会随着投资决定、股息变化、资本结构变化和交易权等相关的信息做出迅速调整。”他同样引用了事件研究中其他大量的研究成果，得出了相反的结论：股价并非随着新信息快速调整，而是缓慢而低效地做出调整。不管怎样，他在综述中总结道：“有效市场最清晰的证据来自于事件

⊖ 2011 年担任芝加哥大学布斯商学院罗伯特·麦考密克杰出服务金融荣誉教授。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究，尤其是对当天回报的事件研究。”

法玛在其 1998 年的文章中声称有效市场会继续存在下去。他花了很多时间讨论那些挑战有效市场假说有效性的异常现象，声称这些结果都是随机的。可笑的是，这样一来他就不得不忽略他自己和其他学者坚持做了几十年的大部分工作。这位优秀的教授和很多有效市场假说信徒竟然开始否定那些反常现象的存在性。我们将会在后面的章节中详细讨论这些反常现象。

从 20 世纪 60 年代开始，有效市场假说的研究者明显倾向于通过批评其他调查者的方法，或以其他理由来忽略反常现象，我们将在第 6 章讨论。[⊖]

思想的力量

不论 EMH、CAPM 和 MPT 在描述市场方面做得很好，还是完全在胡言乱语，它们都激发了学术界和华尔街的想象力。在这些理论出现之前，投资经理和证券基金通常将投资组合所产生的回报率与标普 500 指数或道琼斯指数做比较，不进行风险的校正。CAPM 的发展促使学术界和咨询师将风险计算放入公式中，以决定一个投资组合表现的优异程度。如果一个组合用高风险的方式获得了与大市相等的回报，在风险校正之后，该组合的表现被认为是低于大市的；而当一个组合获得与大市相等的回报，但因为承担的风险较低，其表现就被认为是优于大市的。

风险管理已经成长为一个几十亿美元的行业，直接或通过养老基金间接影响着数不清的投资者的决策。如果你和其他几百万人一样，从摩根士丹利、嘉信理财（Charles Schwab）或其他的经纪行买入证券基金，你可能会从嘉信理财的推荐名单上获得提示。嘉信理财和其他大量的市场营销人员在计算证券基金表现的时候同样计算其风险。类似的风险测量在投资顾问给大型养老基金和大经纪行的基

⊖ 在宣称因为方法有问题而忽略了逆向投资策略 20 年之后，1992 年，法玛教授自己“发现”逆向投资策略其实是有用的，然后逆向投资策略被认为是正常现象。实际上，包括一些关于逆向投资在内的很多研究，都会忽略这个或那个方法——直到被方法论的批评者纠正后重新做研究，这些发现仍然是有效的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金经理提供咨询时会用到，而大经纪行转身为那些管理着几百万小客户的基金经理提供建议。EMH 理论说你无法永远打败股市，超过 1 万亿美元的资金流入了各种类型的指数基金。

花了近 20 页的纸，我证明了现在市场中最重要的两个理论在学术上被打倒——技术分析和基本面分析——然后被取代，至少是理论上被新理论有效市场假说取代了。有效市场假说兴起于各个高校，逐渐扩散到金融期刊、个人和机构投资者以及专业投资者。因为假定业绩表现超过市场是不可能的，很多专业投资者彻底改变了他们的投资技术和对风险的概念，这是一个形成还不到 50 年的思想的强大力量的纪念。

这一理论在专业投资者和专家中间如此普及，以至于该理论的重要奠基人迈克尔·詹森（Michael Jensen）曾说道："当没有研究生敢于发表文章挑战质疑这项假说的时候，就到了危险的临界点。"很不幸的是，在接受这种新方法的时候，基金经理承认其存在的意义，而为客户赚取高额的回报被置于脑后了。

新信仰的传播速度就像皮萨罗和他的 180 个征服者征服广袤的印加帝国一样。与那些征服者一样，学者们用信仰和刀剑来消灭旧市场中的异教徒的信仰。如果新的信仰不被接受，找到原因，接下来用刀剑——放出大量的统计数据去摧毁专业人士确信的东西。在回顾过去的时候，新信仰的领导者以比原始征服者少得多的军队征服了几百万的投资者。这真是个奇迹。

阿基里斯腱

现在还不是举白旗投降的时候。有效市场的黄金时代可能不会持续太久。在最近频繁出现了令市场降温的事情之后，我们再详细地检视有效市场假说理论，其优雅的假设看上去问题重重。教授们在假设投资者是没有情绪的且像电脑一样有效率的基础上，形成了他们的理论。他们在计算的时候完全忽略了心理学——我们在前几章里看到的会导致各种投资者容易犯错误——这样引人注目的工作。这使得假说自己给了自己致命一击，就如同在接下来的两章中将会看到的，该假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说还存在其他更严重的缺陷。

尽管有效市场假说解开了投资中的一些死结，比如为什么专业投资者总体来看表现不如大市，但它并没有解决其他难题。举个例子，为什么在几十年里投资者会集体默认其回报表现低于大市？为什么很多专业的投资建议在市场至关重要的转折点上反而给出了如此一致而惊人的错误？或是，如果投资者非常理性，股市的亢奋和恐慌为何会像我们在过去章节中看到的那么多？更特殊的是，如果市场非常有效率，为何 1996 ~ 2002 年和 2003 ~ 2009 年这两个经济史上最严重的泡沫和危机会在间隔如此短的时间里发生，尤其是在专业投资军团不仅接受过培训，还谨慎地跟随有效市场的指引——根据这部当代的圣经投资了几万亿美元的情况下？

真实情况是，包括多位诺贝尔奖获得者在内的很多杰出学者的工作是建立支持 EMH 和 MPT 的基础理论，而这些理论在过去 25 年中以泡沫的形式导致了迄今为止闻所未闻的市场大灾难。

从全世界的象牙塔中萌发出来的革命性的新思想，不会增加你击败市场的概率，甚至不会成为你的救生筏。有效市场假说很多基本教条现在被投资异教徒先进的统计分析完全驳倒了，但当代的投资实践还是建立在有效市场的理念之上。大量的投资者虽然相信有效市场理论会破产，但他们不知道接下来该依靠什么理论。

有效市场假说是过去两百年的经济理论的自然延伸。这是经济学家找到的最后一片可供立足之地——一劳永逸地建立起经济学家几百年来认为人的表现是理性的判断。他们的实验室当然就是股市或其他金融市场。展示人们在这些市场中的表现是理性的，不啻于发现了经济学的圣经。

来自于法玛、布鲁姆、詹森、斯科尔斯以及其他专家的关于市场是有效率的原始“证据”，受到经济学家的热烈欢迎并不奇怪，可能没有哪个地方比素有自由主义的堡垒之称的芝加哥大学更热烈了。芝加哥大学顺理成章地成了这一新研究的核心。

市场经济学家提出了挑战。就像一位学者写的：“你可以知道为什么这个思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想（对股市非常博学的投资者）非常有吸引力。除了这里，经济学家上哪儿去找完美市场的典范？如果真有这样的地方，那就在这里立足吧。”但我们后面会看到，这看上去越来越像卡斯特将军（General Custer）的最后一战。[⊖]

他们的信念如此坚定，这些理论迎来了市场的黄金时代，如果不是经济学，他们相信统计学也会支持他们的。但接下来我们将会看到，经济学和统计学都没有给予支持。

同时，为了避免陷入有效市场假说之中，你必须了解它的教义。这里可没有政府规定的标示来警告你小心 EMH-CAPM-MPT 的陷阱；缺乏相关的知识，你很容易就会陷进去。一个有缺陷的投资理论不会是市场中性的；一般来看，它会损害到投资者的资产，即使是富有经验的投资者也一样。为了寻找成功投资之道，我们必须与有效市场假说划清界限。这比祈求上天会更有用。

那么，在市场上取得成功的真实概率有多大？到底有没有真实的概率？我们很快会讨论这些问题，但在这之前，让我们先看一看为什么有效市场假说失败了，其失败给投资者造成了怎样的影响。

⊖ 1876 年 6 月 25 日的“大小河战役”中，印第安联盟酋长“坐牛”成功地把卡斯特引进了圈套，成功集结了印第安联盟 3 000 多人，最终彻底摧垮了第七骑兵团的最后抵抗，全歼了卡斯特的军队并击毙了他。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Chapter5

皮 肉 之 痛

每当我想起那些为有效市场假说辩护的情形，大脑中就闪现出英国喜剧电影《巨蟒与圣杯》中骇人的画面。亚瑟王（King Arthur）和他的圆桌骑士在穿越森林，但其实他们两个正在步行，欢快地在树木和草地上穿行。当他们发现路被黑骑士（Black Knight）封住的时候，黑骑士说要与亚瑟王决一死战。在这场不得不进行的刀战中，亚瑟王砍下了黑骑士的两条胳膊，但黑骑士拒绝投降。“看！你都没有手了。”亚瑟王指出。

“有什么大不了的！只是伤了皮肉而已！”黑骑士反驳道。打斗继续，然后亚瑟王砍下了黑骑士的两条腿。只剩下头和躯干的黑骑士还是不放弃。“黑骑士天下无敌！”他勇敢地大声吼道，“过来，带上你的武器。我要将你的腿咬下来。”

就像本章要介绍的，有效市场假说的艰难处境与上面的情节有些相似，不管受到怎样的摧残都拒绝投降。

有趣的是，历史上的英国国王亚瑟王的真实性从未真正被证实。尽管在大量小说、诗歌、戏剧和儿童读物，甚至是在令人泄气的讽刺剧中出现，但他的传说从未受到质疑。我们为有效市场假说收集了相当多的数据，本来其“传奇”发现的真实性应该很容易被确认或驳倒。然而，不同于亚瑟王的传说，有效市场假说的历史基础经过了多次修改，每一次更新，其统计基础就变得更加不稳定。

在前一章里，我描述了有效市场假说如何在20世纪60年代席卷学术界，之后又风暴般地席卷了华尔街。就像乔治·巴顿将军的第三军1945年在德国呼啸而过，有效市场假说以看上去无可匹敌的新的强大武器，即统计分析和数学，超越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了华尔街过时的技术分析和基本面分析。因为学术界的发现清楚地显示基金经理的表现不如大市，所以有1万亿美元流入了指数基金，从标普500指数到罗素2000指数[⊖]。由于有效市场假说的胜利，一些学者甚至表达了他们对市场可能不会继续这样有效率的担忧，因为随着人们了解到基金经理和分析师无法战胜大市，他们可能会被解雇。根据有效市场假说，这些基金经理和分析师大体上保证了市场的有效性，如果解雇了太多人，会使他们的人数变得更少。这对于在投资领域中的我们来说无异于一场噩梦，如果发生了，结果就只有这样。本章和下一章的内容会证明这些论点的基础一点都不牢固，我们会说明其中的原因。一路走过，我们会看到那些被认为是理论的有力支持的统计学资料坍塌了，这可能是因为工具并没有给出他们宣称的结果，也可能是那些研究者忽略或看轻的数据反过来反驳了他们的观点。

真实世界所给出的结果与那些建立有效市场假说理论的杰出学术先驱的预测之间有很明显的非相关性。本章中，我们首先会基于反驳有效市场假说的基本前提的主要市场事件，编写出一个坚实的参考文献资料库，然后分析那些支持理论的基本缺陷。我们会看到，当有效市场假说的真相被暴露，它带来的教训非常深刻。

与黑骑士的困境相似，那将不会是美妙的事情，但会扫清你走向投资成功之路的障碍。就像黑骑士失去了一只手臂，又损失了另一只手臂，然后又是两条腿之后，还誓死战斗，有效市场假说正在逐渐失去一个又一个支持，但仍然声称有效市场假说的理论胜过一切。

现在我们开始详细讨论有效市场假说的支持者所说的不会发生的三个市场事件。整个金融界为之血流成河，我们本应该从中学到了经验教训，但事实并非如此。它们是：①1987年大股灾；②1998年长期资本管理公司的倒闭；③2006～2008年的房市泡沫和大股灾。

1987年大股灾

1987年大股灾是自1929～1932年金融危机以来最严重的市场恐慌。芝加哥

⊖ 罗素2000指数是应用最广泛的小型公司指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所期望将交易范围从小麦、大豆、奶牛期货、牲畜和其他商品之中拓展开来。芝加哥商品交易所最急于改变的，是它在过去很多年里因为从事操纵市场和其他高风险活动而处于与法律对抗的位置上。在其历史上，有很多次差点就被关闭。它的丑闻比比皆是，尤其是洋葱坑事件。洋葱曾经是一个主要的大宗交易商品，但因为挟仓、打压和其他不法行为，美国国会最终立法禁止洋葱期货交易。交易所的交易后来变得了无生气，在20世纪六七十年代，交易所的席位变得非常廉价。

但这一切在10年多一点的时间里完全改变了。芝加哥交易所在卑微的芝加哥商品交易所积极进取的主席利奥·梅拉米德（Leo Melamed）的领导下，从一家经营粮食、奶牛和猪腩肉期货的市场转型成为在美国股市和债券市场扮演着重要角色的市场。支持其商业行为的激进定位的是一帮重要的有效市场假说学者。必然的，其中的大部分教授来自于芝加哥大学——这个美国自由主义最强大的堡垒之一。这些学者相信金融期货能够让市场更加具有流动性，能够提供他们所希望的更加广泛的市场以及价格更低的交易费率，从而提升市场的效率。

这个舞台上的明星是标普500指数期货，由芝加哥商品交易所在1982年4月引入。大部分商品交易员认为它不会被执行，因为主流的思想认为期货交易是一种赌博。期货交易，因为其投机的本性，之前从未被允许与股票交易同时进行。大部分投资者认为，同时操作股票和指数期货会使得股票市场的波幅更加剧烈，甚至期货行业的领军人物都认为会是这样的结果。芝加哥期货交易所主席兼CEO沃尔特·欧什（Walter E. Auch）曾写信给美国最高期货监管机构——美国商品期货交易委员会，警告“因为操作的复杂性，指数期货就是一个伪装的赌博”的可能性。

这确实很危险。我们知道1929年大股灾最主要的原因就是过度的保证金交易，但那时所交的保证金只有区区10%。20世纪30年代初国会修订案中，美国国会赋予美联储提高购买股票时的保证金的权力，以确保类似1929年的大股灾不会再发生。美联储使用了这一权力。股票保证金从未低于50%，在第二次世界大战后的一段时期，较为投机的市场中的保证金比例甚至达到100%。即使这样，今天股票期货中保证金的比例还是比股票保证金的比例低很多，在1987年股灾之前通常是期货总额的5%，现在大概是7%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987 年期货交易的保证金只有股票保证金的 1/10，比 1929 年大股灾期间饱受批评的低保证金还要低得多，简直就是将 1929 年股灾之后国会的交易保证金改革抛之脑后。期货交易获得了教授们的大力支持，因为他们更看重流动性却完全忽视了高杠杆带来的风险。

过去，当保证金的要求太低时，期货和股票市场常常会发生巨跌或股灾。因此，通过金融期货这种不太光明正大的途径，由有效市场假说的信徒强行介入，芝加哥商品交易所和美国商品期货交易委员会可用比 1929 年还要低的保证金从事买卖股票。期货市场的玩家，其中包括很多华尔街机构和对冲基金中的人，可以通过股票期货将杠杆提高到几乎比买入股票的杠杆高 10 倍。因为股票期货交易的金额总量是纽交所交易总量的 2 倍，标普 500 指数期货与股票市场本身很明显本末倒置了。专家说，别担心，过去期货市场不计其数的崩盘，这些在今天都不会再发生了。市场是有效率的，而指数套利这种期货交易的分支，会让市场更有效率。

芝加哥商品交易所向美国商品期货交易委员会申请取得交易标普 500 指数期货的许可时，很多专家在后面支持，为标普 500 指数的期货交易波动不会影响到股市指数的波动而辩护。通过将期货交易的投机文化和非常保守的纽交所联系起来，这让投资者损失了上千亿美元。

芝加哥商品交易所深知股票期货是一台巨大的赚钱机器，它以标普 500 指数期货为亮点主办了一场盛大的广告宣传活动，在《华尔街日报》砸钱买下了整版的广告，还雇用了一些名人，比如“华尔街一周”的主持人路易斯·鲁凯赛（Louis Rukeyser）来宣传这一理念，同时还在全国范围内主办了一些由最著名的有效市场假说理论家做嘉宾的重量级研讨会，向领头的基金经理介绍标普 500 指数期货的益处。

推广很有成效。1987 年年底，标普 500 指数期货的交易每个月就有 3 000 亿美元，比纽交所一个月交易量的 1 530 亿美元还几乎高出一倍。芝加哥期货交易所中标普 100 指数（标普 500 的一个精简版本，基本上只局限于指数中最大的 100 只股票）的交易占据了另外的 24 亿美元。

芝加哥从鸡蛋和猪腩肉交易中心成为全球最大的金融市场，而芝加哥商品交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易所控制了 75% 的股票指数市场。这显示出其金融工具部门看上去无限繁荣的前景，芝加哥证券交易所的席位价格在 11 年间从一文不值迅速攀升到 19 万美元。

然后是指数套利（也叫做程序交易），即允许标普指数基金和其他各种大型机构在标普股票或标普期货中某一方有偏离的情况下买入或卖出其中一方。比如，如果标普 500 指数的所有股票的价值在 250 这个位置上，而标普指数期货的交易价格是 252，一个警觉的机构投资者会通过量化交易，快速卖空标普指数期货，买入股票，在未扣除佣金之前锁定 0.8% 的回报。当期货和标普指数回归到正常价值时，交易就会颠倒过来。如此小的回报看上去不太值得去做，但如果总额够大，比如 1 亿美元，以极小的保证金买入，然后在一两个月中重复很多次，其收益会非常大。

投资组合保险：最后一根稻草

投资组合保险被设计出来是为了保护机构投资者的资产在股市下跌的时候能够保本，同时在股市上升的时候还能获得相应的收益。简单来说，这是一种可以分到蛋糕并吃到它的方法。首先，投资组合保险完全不是保险，尽管它穿着保险的外衣。它声称如果股市下跌，就通过卖空标普 500 指数期货来保护机构投资者的投资组合。市场下跌越多，卖空期货的量就越多，以期逐渐降低投资股市的机构的股票敞口。[⊖] 如果投资组合下跌了 3%，利兰·奥布莱恩－鲁宾斯坦联合公司和其他组合保险公司根据其模型，会以近似其投资组合 10% 的水平卖空期货。如果标普指数继续下跌 3%，那么这些公司需要再卖空 10% 的期货。如果标普指数后来上升了 3%，那么 10% 的卖空期货将变为买入期货，因此不会出现损失，依此类推。

如果标普 500 指数的价格下跌，其期货会被卖空，而非那些拥有股票的养老基金、对冲基金或其他机构卖出股票。期货被看成具有超常流动性，同时市场也因为有效市场假说而变得非常有效率，可以瞬间就做空。根据有效市场假说的信

⊖ 卖空标普 500 指数期货对于投资组合来说同直接卖出股票一样，而且卖空更容易。如果一个基金经理希望将其股票敞口降低 10%，他可以通过卖空 10% 的标普指数期货获得同样的效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

徒的说法，这是一个完美的系统，只要投资者花一点小钱就可以将收益最大化，同时避免损失。

为什么？因为标普指数期货具有无限的流动性。这是有效市场支持者的中心理念，也是投资组合保险的核心概念。如果市场下跌，大量精明的买家会离开股市，迅速在低价买入期货。如果市场继续下跌，更多的买家会涌入，炒高被低估的价值。毕竟，有效市场假说的一个核心理念就是，既然股市是完全理性的，买家的增加意味着价格被低估。这就是全部需要讨论的内容。

“流动性导致了流动性。”学者们说。结果却是他们大错特错了。

投资组合保险真的可以保护投资组合吗？不会。如果执行得当，它能够减少机构的损失，但无法避免损失，它也不是被设计出来防止损失的。此外，如果市场的波幅很大，它只会增加开支，即使股价的变动不大也会如此，因为频繁交易所造成的微量的损失和佣金，总数会很大。

《巴伦周刊》眼光敏锐的编辑艾伦·阿贝尔森（Alan Abelson）马上揭穿了这些天花乱坠的宣传。“这就是小投机者的止蚀盘的光鲜版本。”他写到。在投资组合保险复杂的数学公式下，这只不过是另一个把握市场时机的装置。前面的章节简单地讨论了把握市场时机的产品差强人意的交易记录，但同其他类似的产品相比，投资组合保险因为受到沉浸于有效市场假说的学者们的支持，从而广泛流传开来。学者们在市场时机上所达成的共识看上去很可疑。

投资组合保险的数学计算基于布莱克－斯科尔斯期权定价模型（Black-Scholes Option Pricing Model），其极端的复杂性可与设计航天飞机发射的数学公式相匹敌。费舍尔·布莱克和诺贝尔奖获得者迈伦·斯科尔斯创立的这个算法很快成为股票期权定价的标准方法。加州大学伯克利分校金融学院的海恩·勒兰德（Hayne Leland）和马克·鲁宾斯坦（Mark Rubinstein）将这个模型改编为投资组合保险模型。勒兰德以投资组合保险之父著称，部分原因是1980年他在《金融期刊》上发表的一篇文章。在这个了不起的数学公式背后，是一个简单的具有说服力但错误的想法：当股市下跌时你要通过消除风险保证自己的投资组合不会下跌。客户被告知，将更高比例的资产放在股票投资组合，可以在牛市中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得利润。

大型养老金和其他机构基金热衷于排队加入这种打包票的好事。在 1986 年夏天的一次纽约市投资会议上，要参加投资组合保险研讨会的机构投资者如此之多，以至于把研讨会开成了大会。“这真是疯狂。”利兰・奥布莱恩・鲁宾斯坦公司的约翰・奥布莱恩说。但这种疯狂是他乐意看到的，因为他的公司从其管理的机构资产中赚了几百亿美元。布雷迪委员会（Brady Commission）关于 1987 年大股灾的报告显示，在股灾即将发生的时候，有 600 亿～900 亿美元的基金资金投资到资产组合保险中。

被忽略的预警

出问题了。可能刚开始的时候看上去只是巧合，但指数套利、投资组合保险和指数及股票期权的极速膨胀，并没有像有效市场鼓吹者所保证的那样行使调节的功能，也没有兑现向公众的承诺：降低市场的波幅。恰好相反，股票市场多次猛跌了 100 点左右，这种情况首先出现在 1986 年 7 月 7 日和 8 日，然后在同年 9 月 11 日和 12 日发生了一次小股灾，之后在 1987 年 3 月底出现了另一次平均下跌 100 点左右、几近崩溃的股灾。一些资深的投资专家开始担忧，包括纽约股票交易所的约翰・费伦（John Phelan)。我在《福布斯》杂志上写了一个名叫“末日机器”的专栏稿，副标题是金融指数期货 + 程序交易[㊀] + 低保证金 = 潜在的灾难。这篇文章发表于 1987 年 3 月 23 日，详细描述了指数套利和投资组合保险的相互作用如何引发股灾。不幸的是，6 个月之后发生的事情与描述的情况相差无几。

因为那篇发表在《福布斯》上的文章，我被邀请与一些有名望的学者座谈，他们中的大部分人是投资组合保险和指数套利交易技术的铁杆支持者。同时出席的还有美国证券交易委员会的三位理事，他们也是有效市场的支持者。会议于 1987 年 6 月在有效市场假说的另一个堡垒——纽约罗切斯特大学举行。当我发表演讲并且表述为什么我会认为股灾将发生时，几乎每一个有名望的学者都在嘲笑我。一些大人物在窃笑，其他人只是礼貌地敷衍着。他们心里大概在想，这个敢

㊀ 另一种称谓是指数套利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于挑战像他们那样有地位的教授的华尔街基金经理是何许人?

另外两位与我观点相近的与会人员所受到的待遇更差。罗伯特·希勒（Robert Shiller)，我和他之前就认识，他被学者们批评，实际上还被称为异教徒。“你受过专业训练，怎么还说出这么荒唐的看法呢?”一些听众质问到。然后是麻省理工学院的金融学教授杰伊·帕特尔（Jay Patel）受到同样的讥讽。尽管指数套利和投资组合保险的相互作用导致了股市的三次急跌，但这些工具不仅被认为对股市无害，反而对保证市场的效率至关重要。无法想象的事情还是发生了。

理论上不会发生的股灾

1987 年股灾最让我吃惊的是它下跌得如此凶猛，尽管我知道投资组合保险和指数套利相互作用的危险性，也知道有上百亿的资金投资其中，但我预料中最可怕的场景还不及真实的情况吓人。

尽管有很多解释，但没有一个大事件应为这次股灾负责，市场也没有被高估。当然，市场上确实有一些担忧的情绪。市场永远有担忧的情绪，但还没超过警戒线。引起恐慌的是迟来的股市修正因标普指数新衍生品而转变为一次股灾，在股价快速下跌时极度地放大了下跌力度。这就是 1987 年 10 月 19 日黑色星期一发生的事情。结果是道指的一个小修正变成了一日内下跌 508 点的大恐慌。

道指在黑色星期一当天下跌了 22.6%，跌幅差不多是 1929 年 10 月 29 日黑色星期二跌幅的两倍。1987 年 10 月 14 日星期三的时候，道指刚刚超过 2 500 点。但到下个星期二的中午，也就是 10 月 20 日，道指跌至 1 600 点才企稳，跌幅超过 1/3。这是当时美国历史上最大的下跌。[⊖]

是什么导致了这次灾难?我们再详细分析投资组合保险和指数套利在这可怕的 5 天内所扮演的角色。在前面我们提到的 100 点左右的下跌之后，交易所发起了一些市场波幅研究，对指数套利和投资组合保险进行了检讨。这些“公正的研究”是由那些垂涎于交易所带来的巨额佣金的咨询师做的。这些研究与接下来我

⊖ 10 月 19 日 508 点的下跌占总跌幅的 60%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们要讨论的研究成果一样，漏洞百出，因为研究只覆盖了一小段时间和一段相对平静的股市时段（牢记小数法则）。㊀研究者总结说，上述两点的相互作用并不会影响市场的波幅。真是一派胡言！

谁开始抛盘的？计算机，然后是恐慌的人们。在模拟实验的波动中表现良好的情形，在当实际市场上产生波动的时候，其表现如同硝酸甘油。不幸的是，硝酸甘油发生了反应，接着是大股灾！

10 月 14 日星期三，标普指数下跌了 3%，然后投资组合保险启动了。利兰·奥布莱恩·鲁宾斯坦和富国银行开始以比 3% 更低的价格卖出 10 月 14 日和 15 日前的期货。标普期货的价格与标普指数相比还是有一定的溢价，与期货的未来预期一致。㊁在 10 月 16 日星期五这天，标普 500 指数急剧下跌了 5% 以上，而期货相对于标普 500 的股票来说只有很小的折扣，差不多是 0.2%。

有人可能会认为，有效市场假说的专家们运营的投资组合保险资本管理公司在市场急剧下跌时投资组合的表现会相当好，但真实情况很糟糕。他们标榜的“流动性导致了流动性”开始衰竭。期货买家开始变得不足，其出价也随着标普期货加速回落而降低。有效市场假说理论声称这种情况不可能发生，但它就是发生了。结果是，投资组合的承保人只能卖出很少一部分按他们倚重的公式给出的标普期货。到 10 月 16 日星期五，大约有 600 亿～900 亿美元的投资组合保险要卖出，而卖出的量远小于按公式计算出的量，如果股市在下周继续下跌就会出现大麻烦。但如果这种不可想象的事情真地发生了，就说明有效市场假说的流动性理论是错误的。流动性消失殆尽了？这个问题会变成一场噩梦。

投资组合保险公司的专业人士可能会也可能不会知道另一个同样灾难性的问题。就像英国人在第二次世界大战期间用恩尼格玛密码机来破译德国军队最重要的密码，从而精确地知道敌军将要做什么，大经纪行和标普期货交易者基本上也能够精确知道有多少投资组合保险持有者仍需要卖出期货。这比恩尼格

㊀ 这些研究有漏洞是因为它们所选取的时间太短，以及没有覆盖到其他不同市场周期的行为特点。
㊁ 根据有效市场假说，在同一个截止日期前，期货的价格不能低于期货的现货价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玛密码机解译密码要简单得多。记住，如果股市下跌3%，承保人按理要卖出10%的期货以减少股票下跌留下来的敞口，以让delta系数[㊀]仍处于中性水平（股票和债券公式要求的水平）。

但专家让投资组合承保人犯了另外一个小错误。他们没有考虑到为他们工作的经纪人和期货交易员和其他的股市玩家一样“凶残”。毕竟，这不是有效市场假说理论的影响因子。但所有的市场参与者都知道投资组合的管理者的动作会远远落后于其需要卖出的期货。如果其他经纪行和交易员在星期一的早些时候抢在投资组合承保人之前迅速卖出期货或将股票斩仓，然后以极低的价格买入巨量的期货，结果可想而知。

在1987年10月19日黑色星期一这一天，不可能发生的事情发生了：流动性完全蒸发了。股市一开盘就直线下跌，标普500的指数期货沉重卖压引领下跌，在第一单交易中就下跌了3.5%。每一位有经验的投资者都在做空标普期货。随着期货的下跌，计算机化的程序交易（指数套利）也冲了进来，买入那些不断下跌的折价期货，卖出股票，股票价格也迅速下跌。这迫使承保人以更大的折扣疯狂卖出标普500指数期货，因为期货的价格不断下跌，他们不得不斩仓以保护客户的投资组合。这变成了螺旋式的死循环。大投资公司和期货交易者知道投资组合保险管理者的绝望处境，仍然抢在承保人前面卖出期货。投资组合保险管理人被迫卖出任何有价值的东西来重新平衡投资组合。在指数继续自由落体下跌的时候，投资组合保险彻底崩溃了，有效市场假说理论完全被摧毁了。标普期货相对标普500的折价如此之大，以至于投资组合管理人被迫卖出客户的股票——之前他们从未设想过会在任何情况下卖出股票。这导致了标普股票进一步下跌。

由投资组合保险和程序交易相互作用导致的大跌持续了一整天，又因为越来越多的机构和个人投资者的恐慌在争先恐后出逃的卖出过程中不断被加强。股价

㊀ 用于度量当期权标的物价格变动时对期权价格的影响程度。比如，delta = 0.3 表示当标的物价格变动1时，相应的期权价格会变动0.3。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前所未有的幅度下跌。

恐慌像森林大火一样横冲直撞地从芝加哥期货市场蔓延到股票市场，其影响被迅速放大。有冒险精神的期货市场被深深地注入了美国主要的股票交易所，导致了灾难性后果。

不可能的事情发生了

在10月19日股市收市时，标普500下跌了20.5%，而标普500的期货下跌了28.6%，它们之间留下了一个10.4%的缺口。根据有效市场假说理论，期货在同一个截止日期内不会低于其现货的价格（在这个例子中，截止日期是1987年12月底）。原因很简单：当投资者以保证金的方式买入股票或标普500指数时，他需要向经纪人支付利息费用。利息（当时大约是5%）是根据标普500的期货合约定价的，因此它必须时刻在标普的现货价值溢价之上。即使人们是理性的，这种情况也会造成恐慌。如果标普500期货合约相对现货有折扣，那么交易员会自动通过卖出标普500股票，瞬时买进打折的期货以获取利润。当期货合约的截止日期少于两个月时，落在他口袋里的就是收益。

但因为我们看到标普500期货没有处在溢价之上，它们比现货价格要低10.4%。这给了手上有现金的有经验的投资者如指数基金和其他投资公司难以想象的回报。他们要做的只是买入期货，迅速卖出或卖空标普500股票。

我们从机理的角度来分析这是如何发生的。因为可笑的低保证金要求，他们只需花5%的额度就可以将期货打压下去，他们可以获得投入保证金近乎228%的收益，这是一种绝对安全、完全对冲的投资。当合约在1987年12月到期时，他们会卖出标普股票组合，这就是最基本的指数套利。当期货合约到期时，那些比以现货价格折让很多的价格买入的标普500期货，会回升到标普500股票指数相当的价格，从而获取标普500期货上原来那10.4%的折扣。

举个例子，某机构或经纪公司用自己的账户买入1 000万美元的期货，它只需要放50万美元作为保证金，然后在期货合约到期的时候获得1 137 900美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润，即上面提到的228%的利润。[⊖]这种行为无情地嘲笑了熟知有效市场假说理论的理性投资者。

上面提到，这是一种有效市场假说理论家声称在一个有效市场中永远不会发生的、没有风险且高回报的交易。在一个广泛的交易市场，只要小心跟随市场的脉搏，经验丰富的投资者可以获得大量无风险利润，这对于有效市场假说来说是一个严重的挑战。有效市场假说对此没有做出解释，就我所知，将来也不会做出解释。这个事件同样严重削弱了罗尔和法玛教授关于理性股灾的理论，稍后我会简要介绍这个理论。

依我看，很多支持有效市场假说的主要支柱在1987年大股灾中被摧毁了。其中的五点需要说明一下：

1. 流动性枯竭。有效市场假说的一个重要假设是市场中的流动性永远充足，这被证明是不真实的。上面的事例就是最好的证据。专家和投资组合保险管理人对流动性缺少认识是导致1987年大股灾的主要原因。

2. 有效市场假说的另一个核心假设，即理性投资者会将股价维持在股票本该有的价值水平上的观点，受到严峻挑战。市场什么时候是有效率的？当专业投资者和其他有经验的投资者让标普500指数在5天内从315点下跌到216点（跌幅是31%）的时候？还是在基本面变化极小的情况下，股市在19个月之后收复了所有失地？

3. 市场并无效率的另一个明显案例是在10月19日标普500期货下跌了28.6%，但相应的标普的价格只下跌了20.5%，从而导致精明的投资者在两个月内获得了巨额利润。有效市场假说理论声称这种情形在理性的投资者身上是不会发生的，因为他们如同自动化的机器一样会做出理性操作。

4. 有效市场假说的产物——资本资产定价模型，声称风险可以简单地被定义为波动性。降低风险的唯一方法是降低波幅，但导致1987年大股灾的因素并非如此，造成恐慌的原因是期货市场流动性的枯竭以及过度的杠杆化。这两项风险都不存

⊖ 这个假设使用的是标普500指数和标普500期货的收市价格。差价在一天之内的波动很大。利润是包含佣金的利润。还有其他很多不同的方法可以获得更大的差价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在于有效市场假说风险理论中，因此在测量风险时它们并没有被包括进去。这一惊人的风险测量漏洞对你的投资策略极其重要（我们将会在第 14 章讨论其解决办法）。

5. 有效市场假说理论家认为，通过降低保证金的方式增加杠杆会极大地鼓励股票期货的交易，让市场更加有效率。这些专家在劝说美国证券交易委员会和商品期货监督委员会等监管部门彻底放开股票期货的保证金低于股票交易保证金 90% 这件事上，扮演了重要的角色。他们看上去完全没有考虑到一次较大的下跌即可启动巨量的卖盘，从而导致如 1929 年和 1987 年那样的股灾发生。

有效市场假说的理论家及其忠实信徒，包括美联储前主席格林斯潘从这次大股灾中学到了什么？就像本书所述，什么都没学到。那些理论家试图找出各种能找到的原因，即使那些理由既牵强又愚蠢至极。结果是，错误继续重复，并导致了我们接下来会看到的两次或多次市场崩溃。

1998 年长期资本管理公司的崩溃

你可能会认为，在 1987 年大股灾之后，如果有效市场假说不想被华尔街分析师直言拒绝或被其信徒怀疑，它应该好好检讨自己。但这并没有发生。1998 年，一场新的危机正临近沸点，这次归因于一个庞大的对冲基金的投资策略。在“大到不能倒”这个词流行之前，这家公司就是一个标本。它是有效市场假说理论的杂合体，这个在有效市场中几乎拥有上帝所钟爱的投资能力的超级巨星所获得的信任不断增加，而这场资金量极大的危机的速度和波及面也让人昏眩。

长期资本管理公司（LTCM）是世界上最大的对冲基金。该公司从 1994 年 3 月开始运行，到 1998 年年初，公司拥有超过 1 000 亿美元的资产，同时投资了 1 万亿美元以上的衍生品。尽管该公司所开出的条件异常苛刻，是其他对冲基金都不可能拥有的特权，有超过 50% 的美国大银行和投资银行以及全球的很多银行争先恐后要与它合作。到 1998 年，LTCM 已成为华尔街嫉妒的对象，在不到 4 年的时间里，它的投资规模增长了 4 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

LTCM 由主席约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）领导，由于其交易员的水平极高，被看做精英中的精英。但更重要的原因是，它雇用了由罗伯特·默顿（Robert Merton）和迈伦·斯科尔斯领导的一群杰出的有效市场超级明星，而后者就是布莱克—斯科尔斯期权定价模型的创始人。他俩分享了1997年诺贝尔经济学奖。此外，这两位导师周围还有一群聪明的博士，其中的一些是非常杰出的交易员。表面上看，没有一家公司能与这家公司的耀眼光环相媲美，其优良记录似乎从一开始就被证明了。

LTCM 专注于美国和全球债券市场的“相对价值”交易。比如，如果两只高质量的债券到期时间相同，但其中一只的利润高出25个基点（0.25%），那么LTCM 会买入利润更高的债券，卖出利润较低的债券。或者，如果西班牙的一只高利率债券的收益率高于英国的债券，其到期时间类似，那么基金会买入西班牙的债券，卖出英国的债券。这被称为“配对交易”（paired trades）。

该基金的投资高度分散，同时买入和做空上千种债券。LTCM 投资策略的另一个特点是在交易中买入的债券比卖出的债券更具有风险而流动性更差，以增加价差。这能够增加每一个配对交易的回报，因为相对于普通风险和流动性的债券来说，低流动性和相对较高风险的债券具有更高的收益。LTCM 认为这是一种低风险的策略，因为利率在同步上升或下跌，因此差价同债券的价值一样只波动很小的一部分。不论债券是升还是跌，抑或是市场崩溃了，LTCM 都稳操胜券。其中的一位专家计算了差价交易中的风险，发现风险只占一只债券总额的4%。

在 LTCM 的投资策略中占有重要地位的配对交易策略，本质上是一种琐碎而微不足道的生意。迈伦·斯科尔斯既是一位出色的专家学者，也是公司顶层的决策制定者。他在解释配对交易策略时说：“基金通过上千次交易获得微小的利润，就好像是在没有人能够做到的水平上收集琐碎的资金。”本质上它就像一个巨大的游乐场，从各种各样供人玩乐的游戏机中收集25分和5分硬币，因此获得巨大的利润。

这个信心十足的策略是根据罗伯特·默顿的前期工作改造而成，默顿被认为是风险领域最杰出的专家之一。他在开拓有效市场假说的风险理论上有突破性发展，最终让他摘得了诺贝尔经济学奖。默顿同所有有效市场假说的信徒一样深信，波动性是衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量风险的唯一标准，这是 LTCM 策略的基石。他同样确信波动性在长期中是稳定的。如果一只股票或债券的波幅一定，那么它可能在短期内上升或下跌，但终究会回到均值。既然如此，LTCM 可以利用波动性作为其最重要的工具。在一个配对交易中，波幅高于正常水平的债券会被买人，低于正常水平的债券会被卖出，当风险回到其正常水平时，交易所带来的额外回报会更大。这种假说从未被证明是徒劳的。

这一策略同样基于一个信念，即认为波动性在数学上是可预测的。有很多方法被用来测试波动性以及出现失误的可能性。通过默顿的波动性不变的核心原则，LTCM 相信它可以精确计算最好、普通或最差时期的回报率，以及投资组合获得严重或致命性损失的概率。连最差情况的计算都显示公司可以在最有摧毁性的金融风暴中扬帆启航。

不只是 LTCM 认为波动性在数学基础上可以预测，华尔街人都相信这一点。布莱克—斯科尔斯期权定价模型就是建立在波幅可预测的基础上，华尔街的交易室和全球范围内每一个监控波动性的主要金融中心都是如此，就好像波幅是一个圣杯。每一个主要的交易场地都被那些法玛、默顿、斯科尔斯或其他强大的有效市场假说信徒门下的年轻的博士们把持，他们从未怀疑“昨天的价格是可信的且可以作为可预测的指标来预测今天的价格”这一未经证实的前提。罗杰·罗文斯坦（Roger Lowenstein）关于 LTCM 的畅销书 *When Genius Failed*，引用了 LTCM 新闻发言人皮特·罗森塔尔（Peter Rosenthal）常挂在嘴边的说法：“风险是波幅的一个功能，这些都是可计量的。”“梅里韦瑟、默顿、斯科尔斯和公司不会笃信其他理念。”LTCM 投资组合包括几千种精确到波幅和预期回报的数据的配对交易。

自动保险策略

教授们和交易者没有注意到的是杠杆或流动性。由于他们认为通过波动性可以掌控一切，而且波动性是风险的唯一原因，因此不用太在意流动性和杠杆。他们如此关注波动性，如此强烈地认为波动性就是风险，而认为杠杆和流动性是独立的风险因素，并不会导致什么结果，它们在 LTCM 所使用的、拥有有效市场假说精髓的公式中连一个标点符号都不是。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

LTCM的专家和管理投资组合的经理最常被问及的问题是他们用多少的波幅（"Vol"）来优化回报。比较一致的答案是波幅会随着一些额外的风险而增加。当杠杆率从20:1上升到30:1时，他们仍然相信波幅还可以更高。

上帝格外善待LTCM。1994年，它获得的回报是20%；1995年的净回报增加到43%。到1996年春天，它所管理的资产达到1 400亿美元，公司资产增加了3倍达到36亿美元。只经过3年的运营，其资产已经超过雷曼和摩根士丹利，逼近类似于所罗门兄弟这样的巨无霸。1996年，它所收取的净费用是公司资产的41%，达到21亿美元，比迪士尼、麦当劳和美国运通这类大型增长型蓝筹股公司还要多。

但在这种耀眼的增长之下有其他一些让人倒胃口的地方。前面也提到，1996年年初公司的杠杆率攀升到30:1。就像我们见到的，在一个上升的市场中，杠杆运行得很好，比如1929年和1987年大股灾之前的时间里；但当市场走低时，情况很惨。在30:1的杠杆操作下，只要市场的价值下跌3.3%，LTCM的所有资产顷刻间就会灰飞烟灭。同时，其回报只占整个管理资产不到2.5%的水平。这是未计算其投入在大量衍生品上的几千亿美元资金的情况下，如果算上这些，回报率可能不到1%。一只90天期限的债券回报率是4.5%，几乎是LTCM总资产回报率的4.5倍。LTCM几乎所有的回报都来自于高杠杆操作。

到了1997年年中，亚洲经济开始崩溃，首先是柬埔寨，接着是菲律宾、马来西亚、韩国，之后是新加坡和印度尼西亚。大量的股票在下跌。在货币汇率也开始做自由落体运动时，市场完全崩溃了。亚洲的老虎们变成了颤抖不已的小猫咪。经济崩溃开始蔓延到南美、东欧和俄罗斯。

LTCM决定在危机中对赌。因为波动性非常大，公司决定不仅卖空标普500的波幅期权，还会卖空欧洲和其他市场的大型指数期权。[⊖]默顿和其他成员确信波幅会回归均值，而这意味着波幅在将来会下跌。但LTCM在衡量波幅时所犯的巨大错误，最终给了该基金致命一击。

默顿一直都有很多机会。有效市场假说理论、布莱克—斯科尔斯期权定价模

⊖ 这些期权并不存在，因此LTCM不得不自己创设和卖出这些自定义的衍生品以完成交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型和默顿模型都说股票波幅在长期中是稳定的。它们没有说在什么时候证券或衍生品的波幅会回归均值。这就像穿过一条平均1米深的河，背着一个50斤重的背袋：可能河的一些地方深50厘米，一些地方深3米。这个存活率可不够好，但默顿这位超级数学家就精确而不幸地踩在了河深3米的这个位置上。

在一个严重的股灾或熊市中，如默顿和有效市场假说信徒们热切地相信波幅终究会回归一样，它是花6个月、12个月还是几年时间才能回归正常水平呢？有效市场理论并没有给出答案。它怎么能给出答案呢？这一信念很显然来自于有效市场假说理论，而不是出自严格的测试。但LTCM的杠杆率高达30:1，所以股市必须迅速地回归正常的均值，因为杠杆率——有效市场假说没有认识到它是风险的因素之一——在市场的表现继续相悖的时候，将以光的速度吞没所有的资产。不幸的是，这正是LTCM所经历的事情。默顿和斯科尔斯犯了同那些亏得一塌糊涂的绝望的投资新手一样的错误：LTCM在抛硬币的时候输掉了。

也许有效市场假说的信徒终究不是上帝。LTCM在配对交易中的价差并不狭窄，它们扩大了。1998年，它所投资的几乎所有市场都出现资产偏离安全性。记住，这家公司总是投资风险较高而非安全性较高的债券，而且缺少最安全的债券。雪上加霜的是，波动性显示随着波幅的增加，卖空活动迅速高涨。到5月份，亚洲小虎们的问题变得更糟了。6月底，俄罗斯的金融系统接近崩溃。全球市场急转直下。当波幅加大时，最安全的债券也受到了冲击，迅速扩大了长仓和短仓之间的差价，LTCM损失惨重。

LTCM 1998年上半年公布的损失达到18%。更重要的是，随着资产的下跌，杠杆率迅速增加，使得它越来越不能符合保证金的要求。然后，在1998年7月，俄罗斯债券违约，市场恐慌波及全球。LTCM在1998年年底接近50亿美元的资产，在4个月内就只剩下几千万了。有效市场假说理论家们以及默顿和斯科尔斯认为连标点符号都算不上的两个风险因素——杠杆率和流动性——又冲在最前沿，就像它们在1987年大股灾中所起的作用一样。

随着市场的下跌，LTCM巨大的寸头短缺造成了巨大的损失；随着资金继续向安全的地方转移，其手中风险性高的债券的跌幅远远超过了其在配对交易中做空的高质量债券。同时，默顿和他的团队成员相信波幅已经高得不能再高了，但波幅的进一步飙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升让其损失更为惨重。追加保证金的通知导致了新的损失，结果是公司资产迅速流失。

公司追加了巨额保证金，又因为持有大多流动性低的资产，无法卖出。结果是，当基金的杠杆率上升到100:1，也就意味着只要资产再下跌1%，公司就会破产。因为它的仓位太高且流动性总比其做空的产品低，因此又无法通过卖出产品以保护公司。在市场向好的时候，资产通过杠杆率被急剧放大，可带来巨额利润；但在残酷的市场中，卖出任何一小部分持有的资产都会严重降低其价格（又是因为缺乏流动性）。LTCM 的末日来了！

对 LTCM 来说，8 月是残酷的一个月份，其损失了 19 亿美元或 45% 的资本，但它仍持有 1 550 亿美元的资产，杠杆率达到 55 倍。数学家计算出 LTCM 在 8 月份遭受如此巨大的损失的概率极其反常，以至于在今后很长一段时间里都几乎不可能发生。LTCM 的仓位无法维持。因为巨量交易和资本完全缺乏流动性，杠杆率也无法降低。就像差不多和 10 年后的次级债券一样，只要有出售意愿就能试出市场有多么脆弱。

市场处在恐慌的边缘。同时，LTCM 周围聚集着一批捕猎者：那些知道其流动性和杠杆问题的银行家和经纪人想要将它置于死地。他们清楚地知道流动性的压力，开始做空 LTCM，当 LTCM 被迫出售资产时，其价格会大幅下跌，而银行家就可以用极低的价格补回空仓。1987 年投资组合承保人和 LTCM 的情况非常相似。两者都是在熊市中最需要流动性的时候因为流动性缺乏而败落。

到 1998 年 9 月，纽约联邦储备银行在其有才干的总裁威廉·麦克唐纳（William McDonough）的领导下，留意到 LTCM 的困境。尽管他没有权力检查对冲基金账目，但 LTCM 给予了纽约联邦储备银行查看的权力。他所看到的事情令他非常震惊。他不仅看到了 LTCM 随时会倒闭，还意识到 LTCM 所持有的上千种资产，如果以任意的价格倾销到市场中，将会彻底摧毁已经脆弱不堪的金融系统并可能导致经济灾难。他同其首席助手一起召开了多次会议，与美国的大银行和投资公司以及海外那些持有大量 LTCM 证券互换贷款的重要银行磋商。

全面接管 LTCM 仓位的协议需要几乎所有华尔街的大银行和投资银行的支持。最后，经过多次讨价还价，LTCM 被卖给了 16 家银行，每家银行预付的金额超过 2.6 亿美元。基金持股人眼睁睁地看着自己的投资在 5 个月内下跌了 92%。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

LTCM 存活的 4 年中，标普 500 指数都增长了一倍。

尽管有效市场假说出现了如此巨大的失败，但这两位拥护基金策略的诺贝尔奖得主仍没有对理论产生质疑。虽然默顿承认基金的风险测量没有作用，但仍然强调基金所采取的原则是对的。他认为所需要的只是更加复杂的模型。他继续回到哈佛教书，而且比较讽刺的是，后来还被 J. P. 摩根聘为风险顾问。

在一年之后的演讲中，斯科尔斯总结说波动性的改变应该归因于投资者为 LTCM 拥有的高风险投资所支付的价格的永久改变。这意味着所有关于波幅的使用至今的理论在 LTCM 倒下的时候就应该做出修改了，而且是永久的改变。这就像是说，建造一个一定长度和宽度的伸缩桥所需的支撑重量，突然且永久地被物理学定理的一个偶然改变所改变了。斯科尔斯从未怀疑过有效市场假说支持波动理论的有效性。他所提到的永久性的改变在几年之后又出现了逆转，他的理论可能确实存在漏洞。

此外，有效市场假说的支持者从未质疑过 LTCM 关于波动性的前提、杠杆和流动性是否同样是可能的风险因素。他们怎么会这样呢?

2006～2008 年的房市泡沫和大股灾

现在我们对 2000 年年初到年中的房地产泡沫已相当熟悉了。金融系统的相互作用、复杂性以及大量大型投资机构参与不道德交易，已经超过了该理论的范筹。我们可以简要理顺的是，有效市场假说的部分理论在这场泡沫被无限吹大的过程中起到了煽风点火的作用。这场危机与 LTCM 的倒下性质相似，只不过规模更加庞大。

虽然有 1987 年的股灾和 LTCM 的失败，但绝大部分投机机构仍然盲目相信波动性是衡量风险的唯一标准。尽管在次级债及其他更低质量的住房抵押贷款支持证券（RMBS）投资中，杠杆率达到了特别高的水平，[⊖]但一直未能引起长期受有

⊖ 抵押债券的背后是按揭贷款池，其中有不同的信用评级。最高信用评级是 AAA，此外有 AA 和 A 级，它们在理论上是最安全、在发生违约的时候最先拿到钱的债券。它们同样有较低的利率。抵押债券的质量越低，风险越高，利率也越高。标准普尔有评级量表。其他评级机构的评级类似，比如穆迪用 Aaa 来代替 AAA 级别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效市场假说和资本资产定价模型风险理论熏陶的投资组合经理或机构风险控制部门的关注。就此而言，这些产品的流动性同样也没有被质疑过。但其实，成千上万的住房抵押贷款的质量差异是巨大的：从好的产品到非常糟糕的产品。通常来说，这些产品的流动性一般都很低，因为每个抵押贷款组合都是由多个 RMBS 构成的，其级别从最高信用评级 AAA 等级到最低的有毒级别不等。因此，即使是大概的定价，也需要经过大量的分析才能得到，所以交易商的买卖价差一般都很大。此外，由于被认为是唯一需要考虑的风险要素，当房价持续高涨时，波动性一般都很低。

2002 年以后，部分抵押放贷人、投资银行、对冲基金及高达 30% 的较激进的银行的杠杆率开始急速提高至 35～40 倍。保证金非常充足，在低利率的情况下，几乎不费吹灰之力就可以获得，而这显然鼓励了杠杆的使用，如同美国长期资本管理公司事件和 1987 年大股灾一样。抵押贷款的发行人[⊖]和贷款公司几乎令所有银行都把钱投向了它们。

最终，银行和投资银行资助了大量致力于创新产品和复杂产品的投资公司，这些公司拥有不少这样的债券及对市场反应尤为不敏感的衍生品。但它们忘记了这些证券多数都是次级抵押贷款，也忘记了投资银行其实运用了大量的杠杆，而银行的风险控制部门却视这一切运行正常。毕竟，在泡沫顶点时期，RMBS 组合的波动率一直都很低，并且这些风险控制人员一直以来也受到默顿、斯科尔斯及法玛教授的影响：长期来看波动率不会变动。他们认为，风险被锁在铁笼之中，故可以放松警惕，着眼去为公司和自己挣大钱。

尽管有美联储主席格林斯潘和后继者伯南克以及其他许多专家信誓旦旦地声称一切都好，但美国全国性的房产泡沫狂潮已近尾声。到了 2006 年夏末，房价开始回落，这种下跌的趋势一直延续到 2007 年。2007 年年初，住房抵押贷款市场开始崩溃。2008～2009 年 4 月期间房价继续下跌，与之相应的是，很多房屋所有者开始拖欠住房抵押贷款，出现了弃房潮。可以想象，抵押贷款债券市场也随之崩溃。2007 年年初，市场流动性开始冻结；到 2008 年，流动性几近枯竭。从 2006 年 8 月开始呈

⊖ 公司，包括银行发行抵押债券，然后将其卖给投资银行来做成抵押债券类的证券，再以可观的利润卖给对冲基金和大量其他不同的金融机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下行之势的住房抵押贷款证券，在随后的两年里逐步崩溃。这对经济的伤害要甚于美国历史上任何一次股市崩盘。有趣的是，曾给许多次级垃圾债券授予 AAA 评级的标准普尔，竟然在 2011 年给予美国国库券更低的评级。当然，这又是一个新故事了。

图 5-1 显示，被认为波动率较低的具有投资级（一种较高的债券评级）质量的 ABX-HE-BBB 投资抵押贷款指数（Investment Mortgage Index）陷入了黑洞，其 2009 年 4 月的低位较 2006 年 7 月 19 日的价格下跌了 98%。再举个例子，最高信用评级的 AAA 级别的次级抵押担保证券（Mortgage-backed Subprime Securities）在这段时间里也下跌了 70% 甚至更多。

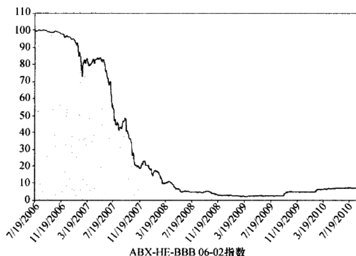


图 5-1　恐慌与股灾：抵押贷款投资级指数的崩溃

Source: © David Dreman, 2011. Data Source: Bloomberg L. P.

为什么会这样？原因有很多，但最主要的原因还是多次使用杠杆及缺乏流动性。如我们所见，银行、投资银行、对冲基金及其他抵押贷款买家都高度杠杆化了。

表 5-1 解释了这次大股灾是由高度杠杆化的抵押担保证券从业人员及其他形式投资的投资者一手造成的。表 5-1 假设，投机者用高于实际持有资本 30 倍的投资额，投资于前面提到的抵押贷款证券。即使他持有的住房抵押贷款证券（RMBS）价格只下跌 3.3%，其资本也会亏损殆尽。如果他持有的住房抵押贷款证券价格下跌 5%，投机者除了蚀完资本，还要再多损失 50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1 金融杠杆的灾难性影响 （%）

ABX-HE-BBB 06-02 下跌幅度	假设以 30:1 的杠杆操作原始股票的跌幅	ABX-HE-BBB 06-02 下跌幅度	假设以 30:1 的杠杆操作原始股票的跌幅
1	-30	75	-2 250
5	-150	90	-2 700
10	-300	98	-2 940
25	-750	100	-3 000
50	-1 500		

Source：© David Dreman，2011.

如我们所知，房价不只是下跌了5%；与2009年4月的低点相比，房价下跌了33%，与之相随的住房抵押贷款证券价格跌幅更大。如果买方持有ABX（次贷衍生债券综合指数）AAA级别住房抵押贷款次级证券（评级机构所给出的最高级别），在价格低点时，他将损失等价于其本金70%的保证金。如果使用30倍的杠杆，他将损失21倍于初始投资金额的保证金。

如果持有如图5-1所示的ABX指数，其亏损将达到初始投资的30倍。代入数据计算，即如果一家机构投资1 000万美元于该类债券，按照30倍杠杆的标准，其损失将达到2.94亿美元。

正因为如此，贝尔斯登、雷曼兄弟、华盛顿互惠银行，所有在这类债券上进行高杠杆操作的金融机构，都不复存在了。这也是为什么在汉克·保尔森当政期间，美国财政部需要设立7 000亿美元的不良资产救助计划（Troubled Assets Relief Program，TARP）以帮助银行及投资银行走出困境。如果没有这笔政府资助，今天很多机构都将不复存在。

但是为什么投资者就不能抛出这些有毒证券呢？还是一样的答案，市场极度缺乏流动性。投资组合一般持有各类抵押担保证券及其他资产池。没有人知道这些组合真正值多少钱。在市场低迷时，为什么要买入并承担风险呢？风险来源于具有核弹般破坏力量的杠杆和流动性较差的抵押担保债券。有效市场假说和资本资产定价模型，真托你们的福啊！

不是所有抵押担保债券都这么糟糕，但是以上图表中出现的大量金融机构还是需要救助。考虑到很多高管的无能，对读者而言，政府救助这些银行和投资银行是正确还是错误的抉择，仍是个见仁见智的问题。但在经历了三次由过度使用杠杆及缺乏流动性引发的打击之后，这些高管们难道不应该至少要意识到大量使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用杠杆及较低流动性对金融系统产生的巨大危害吗？

在这些高管的自我辩护中，可以看出，他们仅仅是将波动率视作衡量风险的标准，并未将流动性、杠杆及其他风险要素考虑进来。持这一观点的甚至包括行业中的翘楚，例如花旗集团旗下有12个或者更多的抵押贷款子公司（那些从事抵押贷款的公司），它们清楚这些产品到底有多糟。此次浩劫有没有动摇尤金·法玛教授及其同仁的论断，即波动性是否是衡量风险或市场有效性的唯一标准呢？显然没有。2007年，当抵押担保证券的价格迅速下滑时，法玛教授在一次访谈中说道，“‘泡沫’这个词带给我一个难题，”并继续解释为什么人们愿意相信房地产市场价值。“房地产市场是低流动性的，但是人们在购房时会十分小心……故而购买过程是十分谨慎的。”

理性的市场没有泡沫或股灾

尽管在本章及之前章节中，我们已经看到了市场泡沫，但是大多数有效市场假说的支持者仍然拒绝承认泡沫及泡沫破裂的存在。“我甚至不知道泡沫到底代表着什么。尽管这些词汇十分流行，但我不认为它们具有实际意义”，尤金·法玛教授试图维护有效市场假说的理论核心，那就是价格总是维持在其应有的水平。他否认了市场狂热及泡沫破裂的存在。但是，市场泡沫和首次公开募股总是对有效市场假说构成威胁，因为它们似乎在藐视一贯的理性行为。法玛与其他有效市场假说的追随者们被逼进了死胡同。有效市场假说不得不否认市场狂人与恐慌的存在，否则它将被致命之箭射中，当然一种流行的理论被推翻并不是件令人愉悦的事。只有一种方式能使这一理论幸免于难，并且尤金·法玛教授发现这一理论的智慧也从未被人质疑过。

他着重强调了市场泡沫并不存在。为什么？因为理性的投资者总是促使价格维持在其应有的价格水平。在《纽约客》杂志的文章里，法玛教授一再回避知名财经记者约翰·卡西迪（John Cassidy）的种种责难。但这样的行为，却让他陷入更易被挑战的境地：他的理论从没有被市场证实过。

回到有效市场假说的逻辑，如果依法玛所言，没有市场泡沫及恐慌，那么我们不得不更详细地审视这些创造出“壮举”的理性投资者们。我们在第2章已经仔细探讨过这个问题了，本章也做了简述，那就是：并没有一种被广泛接受的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本面分析方法可作为证券分析师、基金经理及其他理性投资者们在市场泡沫下，花10倍、100倍甚至更多倍于正常定价的价格来购买资产的托辞。这一点在第2章中阐述得尤为明显，分析师和资金经理确实偏离了他们的分析方法，大都花了高价去购买。在这点上，他们已经不再遵循有效市场假说的理性投资假设。因为如果他们遵循了，那么价格也不可能会达到泡沫的程度。

有效市场假说的拥护者似乎已经站不住脚了。他们认为专业人员和其他有经验的投资者仍能将价格维系在其应有的水准。但是我们看到，该逻辑并不奏效。有效市场假说难道可以在没有丝毫证据的情况下再次做出大胆的假设，即有经验的投资者的行为是正确的？学识渊博的投资者能够维系价格在其应有水平上，恰恰是对有效市场假说假设的严重威胁。也许，对经验丰富的投资者的投资行为做详细研究，要比对他们应该采取什么行为进行研究更有说服力些吧。

我们从中学到了什么

现在你可以判断有效市场假说核心假设的精确性：

- 关于流动性
- 关于杠杆
- 关于波动率和收益的相关性
- 关于波幅是否一直能保持稳定
- 关于理性投资者总是能“自发”维持正确定价

有效市场假说和资本资产定价模型的所有理论支柱都显得不堪一击。我们也看到了有效市场假说在很长一段时间内对市场和经济产生的严重伤害。

现在该怎样做呢？我们需要远离市场，除了藏在毛毯下的钱，忘记其他的投资。有效市场假说已经诱使成千上万的投资者做出了灾难性的投资决定。其实还有更好的方式。这并没有超前太多，而且现在我们已经越过黑武士，走出了最糟糕的有效市场密林。我保证，只要我们知道如何去识别，目前仍然有很多重要的市场机会。

首先，我们需要以心理学和新的逆向投资策略来武装自己。如此一来，我们将学会如何将有效市场假说变废为宝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章
Chapter6

有效市场和托勒密本轮[1]

担任《福布斯》专栏作家近30年的时间里，我写了一些令有效市场假说党羽不喜闻乐见的文章，这使我对17世纪伽利略宣扬自己的科学工作的艰辛有了些许认识。当绝大部分思想家和天文学家都同意“地球是宇宙中心”的地心说时，伟大的意大利科学家伽利略支持太阳系的日心说。伽利略被迫放弃了他的观点。但当他在1632年再次出版其观点时，宗教法庭以“极其可疑的异教徒”罪名将其逮捕，迫使他再次放弃自己的观点，之后他一直被囚禁在家中。

捎带提一下，地心说观点的纯正血统还要回溯到托勒密的工作。托勒密是公元2世纪生活在亚历山大（类似那个时代的芝加哥大学）很有声望的学者。他是将埃及变成学术活动中心的精英之一，他最杰出的贡献是发明了托勒密系统。

托勒密利用几百年天体观察数据写成的论文，解释了太阳和行星的运动，同时提供了一个可以估算行星过去或未来的位置的方便表格。其体系最基本的前提是，地球是宇宙的中心，其他行星、太阳和星星都绕着地球旋转。托勒密系统被文明世界广泛接受了1600年之久，在陆地和海洋导航上发挥了主要的作用。

正是伽利略于1609年在天文观测中引入了望远镜，他是第一个观察到月球环形山、太阳黑子、木星的4个月亮以及土星环的人。在没有放弃旧理论之前，为了容纳这些新发现，托勒密系统变得越来越复杂——行星和太阳一个绕着一个且

---

[1] 托勒密在其宇宙理论中指一种对行星轨道做出暂时调整的小的椭圆轨道。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绕着地球按圆形轨道、本轮轨道和椭圆形轨道运转。这些五花八门的天体运动让人眼花缭乱。

尽管如此，托勒密系统符合有用的科学假说的两个主要标准：它曾经正确地“预测”天体在未来某个时间点的位置；它是有“解释力”的，因为它整理出了一个天体运动系统。

但这也是完全错误的。

这让我们想到有效市场假说。我们在前面讨论到，有效市场假说与资本资产定价模型都是基于广泛的数学分析，我和其他的批评人士对此一点都不怀疑。但除开我们在前面章节里所看到的事件中所表现出来的有效市场假说理论不正确的有力证据，现在的争论上升到了关于不正确的原因是什么：我们将看到的有效市场假说的基本假设为什么会如此可疑，或者说从未做检验，抑或是完全错了。很多超级复杂的数学分析都是建立在这些严重错误的假设之上，看上去就像是建立在沙地上。就像航天中心需要一个复杂的发射台以让高度复杂的航天飞机发射出去，这些高度优化的数学需要一个坚实的基础来做精准的预测。

我们将检讨的第二个要点是数学上的测试。我想你在这里会发现一些惊喜。有效市场假说的很多原始检验都是错误的，就像我们在前一章所看到的波动性并未被证实是风险的唯一抑或是重要的因子。在检验这些假设和其漏洞时，你会明白为什么我把继续信奉有效市场假说比作当伽利略已经表明太阳不是在围绕着地球旋转以后还继续坚持托勒密系统。

波动性的最后落脚点

前一章讲到，有效市场假说在 1987 年大股灾、长期资本管理公司的垮台（1998 年）和 2007 ~ 2008 年大股灾以及之后的大萧条，已经玩火自焚了。其中一个主要的指控就是其有先天缺陷的风险理论，该理论主要注重波动性却完全排除了杠杆、流动性和其他重要的风险因素。不同于托勒密系统，有效市场假说甚至没有可信赖的预测能力，它对市场运动的解释还没有托勒密解释天体运动精确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们现在要问的两个问题是：

1. *为什么专家们如此着迷于将波动性作为计算风险的唯一因素？*

2. *这种关注正确吗？*

稍后再讨论这两个问题。

前一章主要围绕波动性展开。波动性高，会给投资者带来更高的回报，而波动性低所带来的回报率也同样低吗？从前一章我们看到，答案肯定是否定的。实际情况是，学术研究在30年前就解答了这个问题。让我们来看看这些答案。

是什么导致有效市场假说学者认为投资者会严格按照股票的波动性来计算风险？除了一些充其量就是混合了波动性和回报的相关性的原始研究结果，他们并没有发现或做什么研究来证实这一点。专家们只是简单地宣称这就是事实。重要的是，风险被如此定义可以用来方便地构建复杂的金融模型，而这恰恰是专家们所希望的。他们可以据此建立一个简单但优雅的理论。

经济学家发现风险的这种观点很吸引人，几乎是令人着迷的，因为这就是理性人根据经济学理论应该表现出的行为。如果投资者是规避风险的，而经济学家能够证明这一点，他们就掌握了经济理论的一个核心概念的证据：人类是理性的决策者。如果投资者只有在他们能够获得高额回报的情况下才会承担更高的风险——有了！这就在投资市场和微观经济学理论之间建成了一个八车道的高速公路。通过这条高速公路，投资市场给了经济理论最丰厚的回报。这是他们寻找了超过两个世纪的市场中的理性投资者的铁证。不论对错，这个想法对于经济学家来说太有诱惑力了。

我们知道，教授们也发明了根据投资组合的风险来校正证券基金和基金经理表现的方法——如果波动性不是单一的风险衡量标准，做此类调整计算就是错误的。同时，在超过40年的时间里，这些仍然是计算风险和回报的重要方法。我的回报率每年可能是15%，我的对手的回报率是30%，但如果她的投资组合的波动性远比我的高，那么我经过风险校正后的回报率就可能比她的高。

这一切都是来源于绿野仙踪（Wizard of Oz）。但为什么令人吃惊呢？波动性看上去是一个高度复杂的数学公式，但其实是人们在回望后视镜时生造出来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动性将过去看上去与其相关的数据收录进去，然后说它们在将来会继续如何如何。这可不是科学的做法。在我看来，这与技术分析师根据过去价格波动来预测未来价格波动没什么区别，我们前面已经知道学术界早就证明了这种方法是错误的。但是，为了保护波动理论，他们用了类似的策略。我肯定你已经推论出他们这么做是为了保护资本资产定价模型理论，然后是有效市场假说理论。

但关键问题仍然是：为什么波动性是用来测量风险的，而不是利用公司管理层常用到的公司财务实力、收益能力、杠杆、流动性、未偿还债务以及其他各种衡量标准做出的分析？是的，波动性对经济类型来说非常迷人，但除此之外它还能有什么用处呢？可能你会毫不怀疑地接受。大部分人都会这样。但事实是它错了。

起初，根据专家对风险的定义，几十年来风险和回报之间没有关联。波动性高并不会带来更好的回报，波动性低也不会带来较差的结果。

迈克尔·墨菲（J. Michael Murphy）于 1977 年秋天在《投资组合管理杂志》发表了一篇重要但少有人读的文章，为风险做了综述。其中的一些总结很精彩，至少对有效市场假说和资本资产定价模型的信徒们来说是这样的。墨菲引用了 4 篇研究，表明“实际收益常常会比低风险债券的期望值高，比高风险债券的期望值低，或者说风险—回报的关系比预期要弱很多”。他继续写到：“其他重要的研究也显示，风险和回报之间没有必然稳定的长期关联性；可能所获得的回报和所承担的风险之间根本就没有相关性；而高波动性信托单位并没有获得更高的收益。”

1975 年，罗伯特·豪根（Robert Haugen）和詹姆斯·海恩斯（James Heins）在一篇分析风险的文章中做了如下表述：“我们的实验结果并不支持关于风险（波动性）的传统假说——系统性地或以其他方式产生特别的回报。”请注意，这项研究完成于 20 世纪 70 年代中后期，恰好在资本资产定价模型和风险校正回报的概念开始发动投资革命的时候，比革命发起者获得诺贝尔经济学奖要早十年以上。[1]

---

[1] 投资革命指有效市场假说的建立，后面的革命发起者指因有效市场假说理论获得诺贝尔经济学奖的学者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险和回报之间缺少相关性并不是学术研究者为之苦恼的唯一问题，更严重的是长期以来波动性——这个 CAPM 和 MPT 的核心假设都是失败的。这令人回想起长期资本管理公司的诺贝尔奖获得者罗伯特·默顿相信他可以用这个方法精确地校正手表，直到波动的不稳定性引发了公司崩溃。波动的不稳定性在 2007～2008 年次贷危机中也扮演了重要的角色；在 1987～1988 年股灾中同样如此，那时标普期货和指数的波幅出现了飞升；而在 2000～2002 年的股灾中，互联网和高科技股票的波动性也迅速增加。

波动性的影响远远超出了市场本身。资本资产定价模型长期以来被企业管理者用来决定新投资企业的吸引力。因为已经被接受的理论认为，波动性高的公司其回报也会相应较高，波动性较高的公司的 CEO 在投资一家新工厂时会非常谨慎，除非他们已经肯定其投入能够产出额外的回报。

从更广的范围来说，波动理论看上去长期以来都在导致美国公司做出错误的商业决策，因为“优秀的公司”被告知，市场永远都有足够的资本支持它们的成长。这个信息鼓励他们减少公司的流动性。到了 20 世纪 80 年代，经济学家，尤其是有效市场假说先驱、身在哈佛的迈克尔·詹森（Michael Jensen），狡辩说既然有效市场假说总会让市场的价格处于恰当的位置，公司 CEO 最应该做的，也不仅仅对他们公司有好处，对经济也有好处的事情就是最大化其股票的价格。这给了他们以方便且低廉的途径进入资本市场。消息被大声而清晰地传递出来：尽最大努力抬高股票的价格，即使这意味着与公司长期生存能力和收益能力相妥协。在 2007～2008 年金融危机期间，该理论要为公司的流动性极度降低负主要责任，这导致经济下行被放大。我们再一次看到一个错误的理论会带来的灾害。

贝塔系数登堂入室

尽管贝塔系数是所有波动性计算中运用最广泛的工具，但从一开始研究者们就会困惑于贝塔系数是否可以精确预测未来的波动性。起初由威廉·夏普、约翰·林特纳和简·莫森建立的贝塔系数不具备预测能力；也就是说，在某个时段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的波动性与下一个时段的波动性的相关性不大或没有相关性。股票可以从剧烈的波动变得像绵羊一样的顺从。

既然 MPT 的理论基础和隐含的假设是所有投资者都规避风险，同样的，对研究者来说，贝塔系数无法被验证，从一开始就是一个很严重的问题。如果投资者是规避风险的，那么贝塔系数或其他风险—波动指标就应具备预测能力。而贝塔系数没有预测能力，过去和未来的贝塔系数没有相关性，这很异常，是理论中的“黑洞”。如果风险理论站不住脚，那么有效市场假说就濒临灭绝了。

巴尔·罗森伯格（Barr Rosenberg）是一位受人尊敬的研究者，他开发了一个被广泛使用的多因素贝塔系数，加入了波动性之外的很多因子以测量特定证券的风险。这些多因素的贝塔系数常常被称为“巴尔仿生贝塔系数”（Barr's bionic betas）。不幸的是，这些仿生系数和它们的前辈一样毫无用处。其他的贝塔系数经过检验之后得出了同样的结果。从个股和投资组合过去的波动性上无法预测未来的贝塔系数。

直到 1992 年法玛将其关于风险和回报的文章发表，大部分证据才从搁置中被解放出来。法玛和詹姆斯·麦克白（James Macbeth）曾在 1973 年联合发表一篇有关高贝塔系数导致高回报的文章。这对资本资产定价模型很有帮助。后来法玛与同在芝加哥大学的肯尼斯·弗兰奇（Kenneth French）合作，检索了 1963 ~ 1990 年的 9 500 只股票的表现。他们的结论是，由贝塔系数所测量的股票风险，并不是股票表现的可靠的预测器。

法玛和弗兰奇发现，低贝塔系数股票的表现与高贝塔系数股票的表现相似。法玛写到：“在贝塔系数作为单一变量来解释股票的回报这点上，已经彻底失败。”他继续写道：“我们要说的是，在过去 50 年里，知道股票的波动性并不能告诉你关于股票回报的更多信息。”是的，这是一个大石碑，可能就是一个陵墓。

1992 年 6 月 1 日发表在《福布斯》上的一篇文章总结到：“那些芝加哥人所说的贝塔系数是一堆垃圾。”《芝加哥论坛报》总结得很好：“一些最知名的信奉者现在变成了批评者。”

如果不是贝塔系统，那还会是什么呢？如果风险不能通过波动性来计算，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险如何被计算呢？根据弗兰奇教授所说："投资者不可能从中得到什么。"我们会看到，他们的研究表明，市净率最低和市盈率最低的股票在长期内的回报最高，小盘股也一样。与贝塔系数或类似的风险标准相比，股票的回报率与这些计算标准（市净率、市盈率）具有更正面的相关性。

法玛接着说："依靠一个风险因素并不够。"投资者除了要看贝塔系数，还需要计算风险的各种因素，包括一些价值计算和其他标准。

法玛和弗兰奇在1996年的一篇文章中反驳了另一篇企图为贝塔系数辩护的文章，他们在文章开头说："它（贝塔系数）不能拯救资本资产定价模型，原因就在于贝塔系数本身不能解释预期的回报。"

被当代金融大炮轰炸的是当代投资组合理论，同时还有有效市场假说理论的很大一部分。法玛的新发现否定了过去很多的专业研究，包括他自己的一些研究。他无奈地说："我们一直都知道世界很复杂。"他可能已经知道了这一点，但在长达20年的时间里他都没有说出来。他的"贝塔系数已死"的言论给了波动性致命一击，响彻了金融世界。

尽管贝塔系数的模型和资本资产定价模型被击碎，但法玛并没有为此哀伤太长时间。1993年，他和弗兰奇用三因素风险模型的新理论取代了贝塔系数。但有一个可疑之处是，不知道这个新花朵会不会在还没完全绽放的时候就死去。他们引入的公式中包括小盘股（小盘）和低市净率（价值）的股票以及贝塔系数。[⊖] 法玛说"三因素模型并不是一个完美的故事"。确实如此。教授给出这种看上去能够为有效市场假说提供更精确的计算波动性的方法是一种非常规方法，尤其是没有解释为什么会给出这种计算。

我们接下来会看到有效市场假说迫切需要有可显示出高回报和高波动性之间的相关性的新技术来挽救它。这种技术方法和推理，看上去就是将科学方法扭曲了以确保有效市场假说的重要支柱不倒塌。正如金融学教授乔治·法兰克福特（George Frankfurter）在讨论法玛和弗兰奇的发现时说：

⊖ 碰巧的是，这三个中有两个在30年的时间里都用于我的逆向投资策略里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天的现代金融学就像中美洲的宗教，在那里，大祭司不仅可以将追随者祭献，甚至是教堂也被允许这样做。这个领域如此的强权且武断，只有那些从最开始就提出了领先模型的人才被允许摧毁它。

我们已经知道，这可不仅仅是象牙塔中的事。贝塔和其他形式的风险管理决定了来自养老基金、其他机构投资者和公共投资者高达万亿美元级的投资。高贝塔系数是禁忌，而那些可以在低贝塔系数的情况下给出令人满意回报的投资组合基金经理大受追捧。

举个例子，晨星是最大的监测证券基金的服务公司。尽管它非常优秀，拥有我常常引用的易于阅读的资料，但它关于风险的概念有问题。被外界广泛追捧的晨星五颗星最高级别排名，使用的是法玛的三因素模型作为其风险测量方法，这至少是很值得怀疑的做法。

资本资产定价模型与波动性理论接二连三破产

我们看到波动性理论从未起作用，而且在近 40 年里让那些信奉者损失惨重。然而，研究者们将越来越多有问题的风险—波动性假说嫁接在一起，让我脊背发寒。我的建议是彻底忽略它。下面我会告诉你原因。

我们已经看到，法玛教授和其他很多学者已经放弃了资本资产定价模型这个原始的波动性理论，承认它们是错误的，但像夏普这些诺贝尔奖得主们仍在为其辩护。正如用更高精度的望远镜新发现的天体运动摧毁了托勒密系统，更多有力的统计信息指出，当代的波动性测量是无效的，资本资产定价模型和有效市场假说也同样受到了威胁。

有效市场假说 – 资本资产定价模型波动性假设的谬误

有效市场假说拥护者已意识到他们的理论所面临的风险。对于无所不知的理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的投资者来说，风险和收益之间必须有一个系统的相关性。如果没有，有效市场假说就会变成老古董了。如前一章所说，如果一些投资者用同样或更低的波动性获得了高额回报，而其他人在长期中用相等的或更高的波动性只能获得较低回报，这表明投资者不是无所不知且理性的，这就像是一把匕首，插入了有效市场假说和资本资产定价模型的心脏。

为了捍卫有效市场，我们看到法玛在放弃了资本资产定价模型之后，在1992年的文章中转向了三因素风险模型，而其他人给出了更多的理论，包括四因素和五因素风险评价模型，来展示风险和回报之间还是有一定相关性的。

然而，这使得新模型的公式中引入了一系列严重的错误，这些模型都是为了取代资本资产定价模型而建立起来的。但它们却用到了同一种模式，即都是用于尝试表明高波动性带来高额的回报，而低波动性带来较低的回报。如果资本资产定价模型不能够办到，为什么根据同一种模式建立起来的其他模型能够做到呢？资本资产定价模型因为没用而垮台，但其关于风险和回报之间的直接相关性的中心教义，仍然是有效市场假说风险分析的核心内容。

因此研究者必须寻找新的风险与回报的变量，给出高风险和高回报之间的相关性。实际上，他们必须创造出一个新的资本资产定价模型（当然会有一个新名字），其作用与旧的资本资产定价模型期望给出但没有给出的作用一致。简单来说，看上去他们正在做着缘木求鱼的事情。这只会让他们在理论的丛林中越陷越深。

从哪里你可以找到这些决定性的、可以起作用且相对于旧的、被证明没有作用的资本资产定价模型来说可以带来更好的结果的新的风险变量？你无法通过在《纽约时报》或《华尔街日报》上打广告“诚寻：新风险因素”来获得。当然，打出“寻求：金融界的完美娇妻”就更不行了。

不幸的是，这就是今天的有效市场专家们所做的事情。他们最终能够找到一条走出波动性丛林的路吗？不太可能。首要问题是他们给出了一个混杂的相关性，期望给出风险和回报之间的联系。这是一种非常危险的研究路径。如同米尔顿·弗里德曼所警告的：“如果真的有一种（相关性）与现有证据一致，那么这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的相关性就该有成千上万种。”即使专家们发现了波动性和回报之间的相关性，它也与我们见到的事情不相符，市场中有上百种其他更好的解释风险和回报的理由。

专家们遇到的首要问题是他们无法证明自己提出的三因素、四因素或其他模型的工作真地有效，而不仅仅是偶然的相关。对此弗里德曼也写到，科学方法的一个基本准则是相关性远非因果关系。某一个作用之后会产生无数偶然的相关性，但在没有合理的证据证明这个或那个相关性是真实的时候，它们就只会是碰巧发生的事情，随着时间的推移这种相关性会烟消云散。偶然相关性的一个比较搞笑的例子是裙子的长度，在华尔街，这个指标在几十年里都列在一个非常知名的表格中。在裙子被设计得比较短的时期，包括类似于20世纪20年代、60年代、80年代和90年代，市场大升。裙子在20世纪30年代、40年代和70年代被设计的比较长，那时股市也在下跌。根据这个挖苦式的假设，裙子的长度显示出市场将来的走向。显然，很少有人信以为真。

然而，很多有效市场假说学者看上去是将偶然相关性作为证据，尽管没有证据表明由其他无数的变量同样具有相关性，或者比相关性更高一筹。没有一个显示出波动性和回报持续相关的新理论被发现。当然，有效市场假说的专家还在为找到这样的一个新理论而奋斗。他们查找了成千上万种可能的金融变量，但没有一个变量具有一致性。

这不仅仅是差劲的科学，因为缺乏支持这些相关性的科学依据，这个理论看上去终究会被抛弃。更重要的是，法玛在其1998年对市场效率的调查中写到，所有当前的波动性模型的测试“都未全面完整地说明平均回报”。总之，它们的结果不一致。利用这些模型，研究者只会作茧自缚。

不幸的是，这种逻辑还有另一个障碍需要清除。即使某一个相关性是真实存在的，也不足以说明风险和回报之间的相关性已经被发现或者即将被发现。如果市场是有效的，那些被认为会将价格保持与价值相符的熟练的投资者，必定会在很久之前（在专家们发现之前）就发现了。如果熟练的投资者没有发现，为什么市场在几十年里会如此有效呢？既然没有证据显示关于波动性的新证据已经发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或很快会被发现，我们只好总结说有效市场假说的风险计算是不正确的，可能在这几十年中都是错误的。在每个新发现出现之后，这个逻辑的丛林看上去却更加顽固了。

但没有这个波动性的相关性，有效市场假说就走向了托勒密系统。这也与托勒密捍卫者致力于天体本轮和反常运转的研究，以期为其系统做辩护极其相似。那些有天赋的研究者在太多的科学发现之中跌进了空想世界，他们中的一些人对市场还表现得挺伤感的。

有效市场假说的致命要害

在第 4 章中，我们看到了有效市场假说不可能长期打败市场的压倒性证据。现在我们更详细地看看研究者最开始的工作，即那些“证明”没有投资者可以打败市场的工作。我可以肯定这些结果会让某些人大吃一惊。

法玛说，没有一个证明能比他自己给出的有效市场的简洁描述更清楚：如果存在有效市场的必要条件（比如，投资者能够充分获取信息和佣金的费用很合理），市场中的参与者没有理由永远获得较高或较低的回报。

这个论点假设成千上万的分析师、基金经理和其他熟练的投资者会寻找、分析所有可以获得的信息，一直做到股价与价值相符。既然专家们宣称评估投资者如何分析信息来判断被低估的股票，对这个前提的检验重点在于某一组投资者是否会获得更高的收益。最常被当做受试组的是证券基金经理，因为他们做决定的信息和基金表现最容易被获取。研究表明，证券基金的表现没有高出平均水平，不论是经过风险校正或不经过风险校正，尽管风险校正的研究已经表明有效市场假说肯定是要被公开质疑的。

统计学漏洞和私设法庭

20 世纪 60 年代和 70 年代早期的证券基金研究者的统计学数据并没有提高投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的平均表现，这为判断有效市场假说提供了重要的证据。

但经过更仔细的检验，有效市场的胜利消失了。研究证明，研究者使用的标准的风险校正工具太不精确了，甚至不能通过基金经理的平均表现来检测大基金的表现。统计测试很难显示出优异的基金经理的表现，因为表现突出的投资组合的门槛设得太高了。比如，有一项研究显示利用迈克尔·詹森的技术，计算出115 个管理人中只有一个人有 95% 的可能性表现突出，这是通常无法接受的一种低统计水平。

即使有机会胜出，基金经理也要在 14 年的时间内做到年平均表现高于市场 5.83%。我们知道，顶尖的经理人在这么长的时间内的年平均表现可能高于市场 1.5% ~2%，詹森筛选经理人优异表现的平均回报要求高得不可思议。只有沃伦·巴菲特或约翰·坦普尔顿公司的经理才可能达到这种水平，而且可以肯定这些人也不会每年都能达到这样高的水平。一家基金连续 20 年每年的表现都高于大市 2.2%，但根据詹森的计算，这种优异表现的统计学意义不大。“很少有证据表明，”詹森写到，“没有一家基金能够表现得比我们预期的随机机会要优异太多。”

在另一篇专业论文中，研究者通过标准风险校正技术显示，很难 95% 地肯定，一个在十年中资本增值 90% 的投资组合，比另一个在十年中资本下跌 3% 的投资组合的管理要好。文章还写到：“根据年回报表现和变量（波动性）的合理水平，标准风险校正技术需要 70 年期的季度数据才能在统计学意义上达到 95% 的可信度。”[⊖]

一位研究者曾轻描淡写地表示，问题在于差劲的统计学工具。为了证实这些发现，总统经济顾问委员会的前任主席劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）估计我们需要 50 000 年的有效数据，向那些坚定的有效市场假说分子提出反驳论据。此外，有效市场假说的表现和风险计算工具是如此脆弱，被证明无法描绘出非常突出的表现，说来也巧，这就是可以用来说明理论无效的事情。很显然，这个关于基金经理不能打败市场的重要“证据”，碰巧和极其不足以对有效市场假

⊖ 人们可能会对优秀经理人的表现的统计方法表示诧异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说提供支持的统计数据一起，为优秀的基金经理判了死刑。

举个例子，为什么管理630亿美元、有超过100万股东、由三个不同的基金经理共同管理的麦哲伦基金，会在十年多的时间里表现优于大市呢？又比如约翰·坦普尔顿和在温莎基金管理几十亿美元超过20年的约翰·聂夫（John Neff），他们如何只根据可获得的公共信息就能取得成功？这像有效市场假说的卫道士被迫说的，只是碰巧而已吗？这些仅仅只是越来越多的“脱离常规”（一个用来说明那些不能够为理论所解释的事件的流行词汇）吗？如果他们确实是表现突出的，那我们必须用可以证实检测到优异表现而不是像詹森的方法那样漫不经心的筛选掉的方法，来查看有多少其他的机构投资者的表现也很突出。

有效市场假说投资表现测量方法应重新修订

根据这一情况，在更好的统计学技术出现的时候，那些被认为公正的专家们是否修正了他们的工作呢？当然没有。尽管上面的证据显示詹森关于证券基金研究的结论有严重的漏洞，但仍然被用于支持有效市场的主要前提。

虽然法玛、弗兰奇和其他专家显示资本资产定价模型的风险计算没有价值，这只是其中的一部分故事。因为使用工具的弱点，除了詹森教授之外的风险校正和非风险校正过的证券基金表现，同样被认为是具有误导性的。而且，它们也未被有效市场假说的支持者重新计算，以给出证券基金相对大市真正的表现得更加公平的结论。我们只能看到那些表现优异的基金如何不被这些统计检测到，而这也是有效市场假说用来显示市场是有效的最有力的“证据”之一。就像我们讨论的，大部分投资表现一直持续优于大市的基金经理的记录，都被统计学的官方方法所抛弃。

贝塔系数和其他专业风险计算的幽灵仍在出没，捍卫着有效市场假说和淘汰不被理论允许的任何高于平均水平的表现。这种策略还不是有效市场假说信仰者使用的唯一手段。

虽然有幽灵和错误，但有效市场假说的丧钟（超过市场水平的优异表现）无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法被消除。接下来我们将会看到一些专门对付幽灵的克星。

可怕的异常现象

有效市场假说面临的另一个挑战是它宣称投资者群体，即那些有专业知识、技术或方法的投资者，会始终如一地将股价保持在其应该在的位置。但我们看到的情况却不是这样。然而，有效市场假说给出了更强硬的表态：长期来看，没有一个投资者群体或任何投资策略能够打败大市。而错误就从这里开始了。

基金经理的表现不会高于或低于大市基准的宗旨导致了一个必然的结果：长期来看，没有任何方法或系统可以持续带来较高的回报。这种说法与很多投资策略的表现一直高于市场，以及某些投资策略的表现一直低于市场的证据相违背。如果让陪审团就此做出裁决，他们想必会一致认为这对有效市场假说非常不利。

我们还将在第四部分进行更详细的论述，证明逆向投资策略在几十年里所带来的回报远远高于大市的回报，明确驳斥有效市场假说的中心教义，即无所不知的人们在市场中的表现很理性。

相反，没有投资者群体或投资策略在有效市场中的表现会低于大市，这是有效市场假说遇到的另一个障碍。我们在测试逆向投资策略的时候会看到，那些买入热门股的人，几十年来的表现都低于大市。我们之前也讨论了，另一个表现长期低于大市的例子是：对 IPO 股票的研究显示，IPO 股票在 40 年来的表现一直低于大市。因此，回报表现长期优于或劣于大市（有效市场假说认为这两者都不会出现在市场上）都显示出来了。

经过 40 年的不断挑战，这些异常现象没有任何减少；相反，因为有大量的文章都验证了逆向投资的作用，它在过去几年里变得愈加强大。我们在前面讨论了最重要的反常现象——逆向投资策略的回报在相当长一段时间里打败了市场的均值——在 1992 年被法玛教授和弗兰奇教授证明了。他们自己的数据反驳了有效市场假说的论点。而那些宣称逆向投资策略的风险更高的言论却从未被证实。上面相互矛盾的发现，让有效市场假说拥护者不得不要么从理论层面做出妥协，要么需在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解释事件发生概率的层面接受挑战。

有效市场的另一个挑战

有效市场假说的另一个主要的前提是，所有新出现的消息几乎在瞬时就被分析，然后精确地反映在股价上，从而阻止投资者被市场反噬。《漫步华尔街》[⊖]的作者伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）在 2005 年该书第 10 版刊印时写了一篇文章回顾了有效市场的证据："在我看来，证券的价格瞬时地随着新信息而调整，因此，在不承担高风险的情况下，不存在可以投机的机会来获得高于平均值的回报。"但证券的价格真会随新信息"毫无延迟"地做出调整吗？这种声明在 40 多年来都是有效市场假说的核心，它也被该领域中几乎所有专家引用过。股价常常随着新信息的出现而变化确实是事实，但是否有证据表明股价在正确地反映信息呢？

没有证据。在我们讨论一系列的研究时就会发现，专家们错误地将所有的市场反应都当做对信息的正确反映。有一部分研究也清楚地表明市场最初的反应是错误的。你会在第 9 章中看到，对于长达 38 年的盈利预喜/预警的可预测反应的研究结果，证明这种第一反应通常都不是正确的。这种情况在雷·波尔（Ray Ball）和菲利普·布朗（Philip Brown）（1968）、维克多·伯纳德（Victor Bernard）和雅各布·托马斯（Jacob Thomas）（1990）以及法玛于 1998 年所做的有效市场假说调查的文章中都已被证实。

法玛教授发现那些后辈研究者的成果很"强大"这一事实非常有意思，因为后辈们直接反对了"新信息迅速且正确地反映于股价"这个重要的有效市场假说。这里我们再次看到有效市场假说至关重要的支柱，因为理论的重要假设从未被其追捧者彻底证实过而动摇。他们仅仅测试过股票对新信息的反应，而不是测试其对信息的正确反应。股价会因为新信息的冲击而出现各种不同的变化，我们如何能知道哪一种变化是正确的呢？这就相当于说，如果一个人能够缓慢地提高

⊖ 本书已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的能力，那么他就可以在奥运会上冲刺 100 米冠军。

市场效率的曲折之路

为了让你更全面深入地了解用来支持或者反对这一论点的测试，我们来看看过去几十年中其他的假设会支持投资者迅速且准确解释市场信息的研究。

亡羊补牢

发表于 1969 年，表明价格会随着新信息而迅速调整的惊世之作，由四位有效市场假说的杰出研究者完成，他们分别是尤金·法玛、劳伦斯·费希尔、迈克尔·詹森和理查德·罗尔（之后我们用英文缩写 FFJR 代替他们）。

他们分析了纽交所 1926 ~ 1960 年的所有的股票分拆情况。利用当时最复杂的统计学技术，他们的调查结果显示，股票价格在分拆之后并没有上升，因为投资者在之前已经消化了所有的正面信息。他们总结说，这项工作为市场是效率的假说提供了强有力的支持。实际上，这就像其他实验，是市场效率中非常简单的实验，因为它包含了理解不复杂、可以阅读的信息的基本测试，而不是那种需要对包含数千种相互关联的、需要更加正规的投资分析的变量做出复杂决定，就像我们在第 2 章和第 3 章所介绍的那样。

这项研究被数百篇专业文章所引用，而且作为支持有效市场的一项主要的研究成果传授给了几十万毕业生。然而，研究本身存在严重漏洞。研究者们故意在信息发布几个月之后才去测量市场的反应，而不是在信息发生的时候就去测量。这无异于在马跑了之后再关上马厩的门。

当分拆的公告发出之时，信息就流传到市场上，大部分情况下是在股票真正分拆到公司股东之前 2 ~4 个月。我认为，应该在更早些的时候开始测量，看看分拆的消息会不会导致股价上升，以及观察其他的收益预期、分红的上升或下降，或者其他能够对股价带来重大影响的公告。

遗憾的是，这个信息无从知晓，所以研究者只能从分拆真正执行的那个月份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始检测股价的变化，当时消息已经发出2~4个月了，因此他们的报告显示那个时间点上并没有出现额外的回报。通常，他们计算那个时刻的股价波动毫无意义，因为市场已经在2~4个月之前就消化了，其内容也早就完全反映在股价上。

在《逆向投资策略：背离大众，跑赢大市》中，我分析了研究者给出的数据；很明显，分拆公告发出之后的2~4个月里迅速出现了暴涨。实际上，在分拆公告发出之后的4个月中的平均回报是股票在过去26个月的回报的2倍。

这给研究者出了一个难题。该表显示的是，假定大部分分拆公告发布于分拆执行之前的2~4个月，此外股价又在公告之后提供了超水平的回报。分拆的正向校正，不会在分拆公告发出之时迅速出现，而是在公告发出之后几个月里。

如果情况确是如此，那么专家们的论点就是无效的。最具逻辑性的结论应该是：股票在分拆公告发布之后的一段时间里会持续上升，这个结论与专家们文章中的结论恰好相反。

文中，专家们还几次解释说公告的时间没有计算在他们的数据中。[⊖]这对于他们来说可能是幸运的。如果能将分拆安排在正确的时点，就像上面的分析所显示的，结论可能会非常不同，就变成了帮助证明市场对新信息的反应是低效的，而不是有效率的证据，这肯定会有助于我们质疑整个市场的有效性。

30年之后的1996年，大卫·伊肯贝利（David Ikenberry）、格雷姆·兰金（Graeme Rankine）和厄尔·斯蒂斯（Earl Stice）重复了这项实验，他们检验了1975~1990年纽交所和美国证券交易所（AMEX）的1275家所做的1拆2的股票分拆情况。他们发现在分拆发布后的超额回报是3.4%，而一年之内的超额回报是7.9%，分拆之后的3年时间中的回报高于平均值。

何芒·德赛（Hemang Desai）和普莱姆·雅因（Prem Jain）（1997年）发现股票分拆之后的12个月中回报率高于7%~12%。这些结果完全与FFJR写于1969年的文章相违背，这再次给出证据证明市场对新信息的反应是无效的，而不

⊖ 作者声称大概904个样本中只有52个，即低于6%的样本支持他们的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是有效的。上述发现与我们分析的结果一致。

法玛教授在他于 1998 年关于有效市场假说的研究调查中，忽视了 FFJR 在 1969 年的发现被严重反驳的事实——其方法论上的一个明显的漏洞也被确认了。相反，他看上去是在质疑其他专家的发现，指出不同研究之间的调查区间是不同的，以及其他一些方法。他做这些事情，很明显是在试图掩盖 FFJR 文章的关键点，即判断市场在股票分拆的公告发表出来之后是否立刻做出反应。这样做很失策。时间点不同这个借口与本项工作完全没有关系。这是不着痕迹的操纵手法，因为原始研究的主旨是找出股票分拆是否会瞬时地影响股价，他转移了 1969 年的研究的原因，避开了后来的研究看上去并不支持 FFJR 研究的事实。一些人可能会对研究这种想法有兴趣，这看上去是该领域中非常典型的做法。

没有 FFJR 以及其他类似有严重问题的文章，有效市场假说的中心思想（也就是投资者对信息的处理迅速而正确）会彻底垮掉。

正如前面所写，FFJR 的研究却被很多人认为是最强大且最著名的支持有效市场假说的文章之一。

有效市场假说战舰的更多漏洞

没有什么能比近距离查看原始数据更重要的了，我指的是非常近距离地看一个研究人员所做的事情。让我们看一看其他声称市场因新信息而迅速做出校正的研究。第一篇文章由雷·波尔（Ray Ball）和菲利普·布朗（Philip Brown）发表于 1968 年。这两位调查者分析了 1946～1966 年 261 家公司的正常回报率。他们将股票按与市场相比较的表现分为两组，一组是给定年份的收益增加，另一组是给定年份的收益降低。以每年年底的股票表现来计算，他们发现股票收益增加的会跑赢市场，而收益降低的则跑输市场。研究者总结说，股价已经包含了绝大部分收益公告的消息。

理论家们将一个大部分投资者都知道的简单事实夸大了：公司一般按季度发布公告，而非按年份。美国证券交易委员会在很多年前就要求公开募股的公司每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90 天就要披露其财务信息。更重要的是，即便是在之前，分析师也会发布有关公司运营状况的研究报告，大部分情况下会包括全年的收益预期，此外通常还会有公司发言人的新闻稿。同样，波尔和布朗也声称投资者在掌握了信息时，会正确判断公司的预期，然后判断股价的变动。问题再次出现：研究者对真实的市场信息的认识有多少，比如报告或研究？从这些显而易见的简单的发现中总结说市场是有效的，这的确有点牵强。

另一个据说能支持假说的证据来自于迈伦·斯科尔斯发表于 1972 年的一项研究成果。斯科尔斯分析了二次募股对股票的影响，然后总结到：平均来说，二次募股会导致股价下跌 1% ~2%。最大幅的股价下跌来自于公司或公司法人卖出股票。他还说二次募股对股价的全部影响在 6 天内就会反映出来。他总结说，因为美国证券交易委员会没有要求二次募股之后 6 天内的卖家进行确认，市场是预期到了二次公开募股的信息内容并做出了反应。这又是一个基于短期名义价格波动而得出的宽泛结论。

二次募股通常会暂时让股价降低，这几乎是一种陈词滥调。重要的是，股价会不会明显走低。在 3 个月、6 个月或 12 个月之后，股价表现与股市的相关性如何？同样，很多经纪人会提前披露卖家是谁。那种声称因为证券交易委员会没有要求而市场预期到了这个信息，是靠不住的结论。这些信息通常都是会提供的。

另一项研究分析了市场如何快速将新信息反映到股价中，研究考虑了公司如何应对并购和股权回购的公告。法玛在其 1991 年的有效市场综述中写到：

> *在并购和股权回购中，目标公司在公告发布后 3 天内股价平均上涨在 15% 以上。由于股票平均每天的回报只有 0.04% （10% 的年增长率除以 250 个交易日），因此不同计算预期回报的方法对并购和回购公告发出前后目标股票的超常回报没有影响。*

这与事实之间再次出现了偏差。并购和股权回购通常会创造一个很高的股价，有时候股价比公开募股的价格还要高。

股价在 IPO 公告发布的 3 天内平均上涨 15% 肯定不能证明市场是有效的。同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，本章前面也提到，被寄予厚望的有效市场假说的理论家们只是因为股价对新信息有反应而做了一个很重大的错误假设，即股价正确地对信息做出了反应。通常，并购和股权回购会因为公司管理层的要求给出较高的定价（尤其是在恶意收购的时候）。股票的价格常常会在相当长的一段时间内低于发行价。

根据其他研究，最初的公告发布之后几天内股价上涨的15%这一比例，差不多是股东们平均能够获得的在回购完成前后的几周到几个月时间里30%总增值的一半。即使在允许偶然有较低报价的情况下，第一次回购的价格看上去要低得多。市场再次显示其股权回购和并购的初始价格并不正确。

没有证据显示股价对新信息的初始反应是正确的，因为股价在公告发布之后通常会倾向于上涨。这个前提让风险套利者获得了巨大的资本回报。该研究在收购和兼并等知识方面并不复杂，这些可获得的证据表明，相对于最终收购价，市场对初始价所起的作用并非有效。

用下国际象棋作类比，就好像推断出：如果我与世界象棋冠军对弈，那么我下棋时就已经进入和他同一水平的状态。再说一次这个理论：任何价格的变动都是正确。这是毫无意义的，是白日梦！这就是我们一直观察的有效市场假说薄弱证据的本质。

其他违背有效性的证据

我们的案例以及其他证据进一步证实有效性要比理论家所认为的更加稀少。罗尼·米歇尔（Roni Michely）、理查德·泰勒（Richard Thaler）（一位行为金融学先驱）和肯特·沃麦克（Kent Womack）在1994年对这一主题做了研究。三位研究者测算了1964～1988年期间股息增减后股票的变化。股息折减后的年份平均股价比市场的表现低11%，并且在接下来的三年内其表现比市场低15.3%；股息增加后的当年平均股价高于市场7.5%，随后的三年内高出市场表现24.8%。这项研究再一次显示市场并不能随着新信息的出现而很快做出调整。

其他的很多研究已经表明市场对于新信息的吸收是缓慢的，几位研究者已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明当某一个公司报道不符合预期的盈利时（即一个高于或者低于分析师公认的预测数字），股价在未来的三个季度里会因为该事件的积极或者消极影响而提高或下降。我们将会在第9章讨论，杰弗瑞和维克多·伯纳德已经证明分析师不会因错误预测而对盈利评估做出迅速的调整。“买入一持有”的逆向投资策略将会在第11章介绍，第12章会举例说明“最坏的”股票伴随盈利波动的表现会继续高于大市，同时“最好的”股票的表现在9个月里低于大市。这些研究得到的结果，即市场对信息做出完全的反应是缓慢的而不是迅速的，这就像朝着有效市场假说射出了另一支利箭。

最后希勒争辩说：如果市场是有效的，当我们回观历史，股价在特定时期应该与我们通常所说的“理性的”价格相关联。为了证明这是正确的，他查阅了考虑股息支付的情形下的理性价格，该研究横跨了1871～1979年。

希勒创造的理性指数遵循一条平稳光滑的曲线。而实际市场指数在往后的一段时期内变化剧烈，高于或者低于该指数，呈现出强烈的反复变化（的状态）。希勒推断：“在过去的几个世纪股价反复，显得过于显著而不能将其归咎于对未来真实股息的新信息做出的反应。”简而言之，事实上长时期内市场并不能对信息做出反应，股价变动远远高于或低于被认定的水平。

有效市场假说理论中的黑洞

这让人回想起有效市场假说的拥护者相信熟练的投资者会确保让价格处于既定的范围内。不幸的是，这并不是真实的，但如果它不正确，假说的最重要的公理就站不住脚了。

有效市场的拥护者并没有审视的诸多关键问题之一是专业投资者怎样将价格控制在既定的范围？他们是怎样办到的？值得怀疑的是，这个问题是否已经被有效市场假说的拥护者所诠释，这恰恰是理论假设的核心。也许这要归因于一个事实，即学术界很难理解有经验的投资者所使用的工具和模型。

如果他们一定要买有泡沫的股票或者其他高价的股票，就像现实中频繁发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的那样，他们离这些年的经验、训练以及自己在职业生涯中反复使用的评价方法渐行渐远了。这些举动将被认定为非理性的、不应该发生的。然而，在泡沫或者飞涨价格时期这种事情却反复发生。就像销售业绩完美的公司在那个惊慌失措的时代也会被重重地击倒。

重要的是，正如本书所述，有效市场假说所说的可以维持有效市场的专业和有经验的投资者造成了错误。如果他们不能将价格维持在正确的水平，市场又会如何保持高效？答案很明显，就是他们办不到。这就是为何泡沫价格发生如此频繁以及在价格急剧下跌前恐慌就变得很巨大的真实原因。

我知道，这些人看起来似乎都是很特别的理性投资者。因为我们讨论有效市场假说，我将仅仅引用我们在第一部分中学到的有利于解释这种高深莫测的行为心理学。

有效市场假说的黑天鹅

科学史告诉我们，对于有能力有智慧的人，一般在假说发展的过程中都不会发生大错误，如果发生错误，大部分是由于其基础假设错了。强大的统计技术在没有真实的假设时要承担属于自己的责任。当劣币驱逐良币，50 多年的金融和经济学中坏的概念驱逐了好的科学，费了九牛二虎之力做出的拓展没有留下多少贡献。

公正地说，有效市场的概念遭受了来自金融学界的批评。爱德华・桑德斯（Edward Saunders）用卡尔・波普尔（Karl Poper）的著作，批评了有效市场假说的科学性。卡尔・波普尔在 20 世纪下半叶曾是科学方法论的一位最重要的理论研究者。他举了一个有名的类比案例来证明一个理论，即所有天鹅都是白色的，研究者不应该将精力投入在寻找更多白天鹅上，相反，他们应该寻找黑天鹅，因为只要找出一只黑天鹅就可以破坏整个理论。有效市场假说研究者并没有遵循波普尔的教导。有效市场假说的黑天鹅就是理论能解释的范围以外正在持续增长的异常现象。有效市场假说研究者不仅在持续寻找更多白天鹅，他们还从事一场不松懈的活动来消灭黑天鹅——如果有效市场假说是正确的话，异常现象就不能存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信仰的飞跃

即便学术研究认为市场的有效性没有问题，但是在第4章中我们已经看到了很多由此引发的严重问题。科学发现往往不能客观地判断这些研究者无所不包的、革命性的结论。但有什么证据能让这些研究者去证明市场可以迅速且准确地对新信息做出反应呢？没有。他们将市场对简单信息的反应作为市场对事件反应并正确定价的正面证据。正如我们通篇所见，研究者从没有试着通过检验投资者的能力去解释非常复杂的金融经济数据。

这一点不仅仅体现在有效市场假说的研究中，大多数的数理经济学研究都存在此类情况。研究者在统计分析中十分严谨，但这仅仅是徒有其表，在对更广泛问题的研究上却十分宽松。这点从他们对“市场是有效的”的解释证明过程中可见。这些被称为“有效性断层”的发现，引导研究者跨越式的向更宽泛的结论飞跃。如果市场能够理解并购或二次发行等相关的简单信息，那么这个理论就是可行的，这等同于能够获取并正确解释有关公司、行业、经济、货币及财政状况，甚至市场本身的复杂数据。

我们可能会对学者们在如此脆弱的证据基础上，构建如此无所不包的理论感到惊奇。其实，从简单的发现到复杂的结论：市场可以正确并及时地对所有信息进行反应，无论信息有多复杂，无论是否在泡沫或恐慌之中，这个过程都是一次巨大的飞跃。这就像是在说，在我女儿六岁的时候，如果可以毫不费劲地数到100，那么她就可以理解相对论，尽管我肯定如果我追问的话，她会像回答别的问题那样，可以轻而易举地说出答案。但我总觉得事情绝非如此简单。

不幸的是，在付诸检验的时候，有效市场假说却悬于溃败边缘。没有哪种学术界归功于理性投资者的风险度量经受住了时间的考验。风险回报范式要么存在，要么有效市场假说就会落入与托勒密天动学说一样的境地：曾风靡很长一段时间，但最终却以失败、被摒弃而告终。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们也较深入地检验了有效市场假说的三项基本假设。[⊖]这三项假设既因其相对弱势及所谓证据中的错误而被质疑，也受到了其对手强有力的证据的挑战。

最终，如先前所示，有效市场假说的假设——投资者能够解释大量的数据，是存在重大问题的。认知心理学和其他心理学认为，这项假设是不正确的。以国际象棋为例，尽管有成千上万的人在玩这种游戏，但也只有其中小部分人可以成为大师，只有一位能成为世界冠军。如果人们都不能解释复杂的棋盘世界，那么怎么能相信他们能够理解并解释更为复杂且情绪化的市场呢？

从根本上讲，第 5 章和第 6 章似乎都在对有效市场假说、资本资产定价模型、MPT 的鼓吹者宣告："抱歉，事实证明太阳并没有绕着地球转。试着去接受它吧。"

现代经济的危机

有效市场假说的论据在今天能有多强？考虑到数以千计在知名财经杂志上发表的相关学术文章以及投资世界的广泛运用，我们的第一印象是这一假说真的非常强大。然后如我们所见，这项革命性的理论似乎是建立在一个非常薄弱的基础上的：无情的危机似乎在证明其不切实际。该假说最重要的支柱之一，即关于理性衡量风险的理论，是一项存在疑点的金融学假设，而这项假设恰恰是连接投资理论与经济实践的关键。然而在有效市场假说被更正之前，它已经是投资者用来衡量风险的标准了。学者们坚信这一假说是正确的，并且坚持依此操作，尽管全世界相当多的经济学家已经因此陷入了站不住脚的逻辑陷阱中。

研究者在风险度量上错得十分离谱，最重要的原因在于研究者对有效市场假说及其他大量经济研究的方法是不对的。自第二次世界大战以来，社会科学试着像自然科学一样讲求严谨，而经济学首当其冲。60 多年前，经济学家就怀着崇高

⊖ 该理论相信，投资者并不能持续打败市场，因为市场对新信息能够快速并精确做出反应，且有经验与学识的投资者将价格维系在其应有的水平上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的理想，希望通过他们掌握的数学知识将这沉闷的科学变得如同爱因斯坦的相对论或者是开普勒的行星运动定律一样具有预测性。当诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森还是麻省理工学院的一位年轻教授时，他首次尝试将在物理学中得以成功运用的微分方程技术引入到结构性方法中，以解决经济学的基础问题。

关键的假设是理性：对厂商而言，力求利润最大化；对个体而言，力求经济效用的最大化。理性行为人是萨缪尔森研究的基础。就在这个可疑的平台上，经济学家开始构建复杂的数学模型，同时经济学也转向了精密的自然科学。

与恶魔的契约

如果说经济学家和有效市场理论的追随者从未意识到过他们假设的浅显与弱点，其实是不公平的。理性，经济学的前提，其实是长期困扰经济学理论的一个假设。它提出于18世纪到19世纪初这一理性主义的黄金时代。

绝对理性已经完全被哲学与社会科学所摒弃。一个被广泛接受的理念是：即使人们经常按照理性行事，但总有些时候，他们表现得不那么理性。市场和经济学史强有力地证明了行为学家的这一发现。

那么，为什么大多数经济学家还坚持使用这一过时的人类行为学理念来作为其理论的基石呢？很多人认为理性这一概念（有效市场假说的核心）是存在问题的。但是仍有人力争为其辩护，如同几十年前的一本书中所述："引进一个更为现实的假设，将会令经济学理论变得更加困难。"

经济学理论及其随后的金融学理论，就钻了这个两难的牛角尖。他们需要维护原先的假设，还是坚持更现实一点的假设？或者承认假设的不现实性，但是允许延伸分析，尽管在实际价值方面存在瑕疵？其实在大量的行为学假设或其他假设的基础上构建经济学理论是件非常困难的事情，即使这些假设都非常实际。理性假设，给了经济学家一个简单且坚定的构建学说的平台，尽管该构架存在严重的缺陷。

保罗·萨缪尔森，如先前所提，是使用高度复杂数学解决经济问题的先驱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此，一个新的经济学时代开启了，目标是让经济学理论能够像物理或者其他自然学科一样进行预测。经济学理论的发现犹如衡量给定长度的铁桥在温度上升时的长度精确变化。高等数学构建模型的唯一坚实平台就是理性。整合社会学或心理学理论能够形成大量可能的新起点，随着新的东西不断加入进来，不可能在一个不断变化的行为平台上长期使用同一个复杂的数学公式。因此，对大多数经济学家来讲，最实际的解决方案就是始终如一地将理性作为假设，即使这点往往会出错。

结果，最主流的经济学研究被引入歧途，即使过去一些重要的经济学思想家早已发出过警告。以约翰·梅纳德·凯恩斯为例，他被训练成了一个数学家，但是他拒绝在不切实际的假设上构建其经典理论。和他的老师维多利亚时代的经济学家阿尔弗雷德·马歇尔一样，凯恩斯相信经济学是逻辑学的分支，而不是伪自然科学。马歇尔自己曾认为大多数经济学现象无法借助数学方程，并警告陷入过度强调将经济学要素进行量化的危险。

萨缪尔森革命，恰恰是强调模仿自然科学进行复杂的量化，而这一想法在第二次世界大战后逐渐成为了主流。在萨缪尔森之前，数学仅仅是基于现实假设的研究的有价值的辅助工具，而在萨缪尔森之后，已经成为了经济学的主流。

好的想法往往轻易地被经济学家忽视，仅仅因为这些想法不能以高度复杂的统计公式或是需要用到大量希腊字母的公式的形式写出。学术期刊上发表的大量研究，极少在经济学思想上有所创新，往往仅是装饰复杂的数学模型。而根植于高深的数学推导的糟糕想法，即使其假设经受质疑或是有证据能充分证明其结论有误，也往往能够留存。诺贝尔奖获得者保罗·克鲁格曼曾说过：“如我所见，经济学业已误入歧途，因为经济学家争先恐后地以数学作为华丽包装，而忽视了真理。”

经济学想法和原理原是可以被受过教育的读者所理解的，现在却变得深不可测，只能为受过极高数学训练的研究人员所知。这本来是件好事，如果经济学已经达到自然科学般的预测水平的话。但是如果没有切合实际的假设，那么这门沉闷的科学就会瓦解，而不是更富有生机。诺贝尔奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨在 2001 年诺贝尔奖颁奖典礼上，就经济学偏好使用模型这一点进行过探讨：“（运用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模型时），我仅仅改变一项假设——该假设考虑的是最完美的信息，通过这种方式使结果显得合理……（结果）我们成功证明了标准理论并没有失去生机……仅仅是这一项假设的改变……就得到了惊人的结果，（就此理论而言），这意味着可以构建一种可供选择的、有生机的、有强大解释力的理论范式。"

金融危机和大衰退敲响了警钟，经济学和有效市场假说的缺陷被暴露无遗，成千上万的人追问经济怎么会变得这么糟。质疑声不仅来自经济学家和大量的失业者，还来自于《华尔街日报》和其他放任政策派人物。

大多数经济学家，包括最有权力的央行行长们，数十年来都相信人们足够理性且市场足够稳定到可以用一堆等式来总结整个经济状况。这些等式被嵌入数学模型，试着去模拟从华盛顿到柏林到北京的多维经济行为。但是，这些等式并不奏效。取而代之的是，我们依然遭受着现代史上最为糟糕的金融危机。不仅仅是有效市场理论在经受着质疑。

这点质疑在几十年前就已经消失了。就像约翰·卡西迪在《纽约客》的一篇佳作中所提到的，复杂的新数学理论，例如来自芝加哥大学的诺贝尔奖获得者罗伯特·卢卡斯的理论，导致了新一代的经济学家开发出更多复杂模型，尽管没有被接纳，但对取代它们也未达成共识。

卢卡斯的研究结果总结说，美联储不应该积极地去引导经济，而应该只是稳定地提高货币供应量。该研究遭受了理论界尖锐的抨击。原因就在于卢卡斯复杂数学模型的核心是类似于所有市场都是供求平衡的[⊖]这种站不住脚的简单假设。一旦供求假设被摒弃，卢卡斯的结论几乎无立足之地。对于卢卡斯的这种不切实际的成果，美国总统经济顾问委员会主席约瑟夫·斯蒂格利茨评价说："当总统担心就业时，你不应该一开始就假设就业是充足的，不论是对这一届还是其他任何一届总统。"

传统上作为最重要的社会科学之一的经济学，已经因为自身原因而地位下滑，并不是所有圈内人都意识到了这一点。1996 年诺贝尔经济学奖颁发给两个

⊖ 如果这是真的，我们也不会有失业，对他们来说劳动力的供应量绝对不会超过需求量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人：哥伦比亚大学名誉教授威廉·维克里（William Vickrey）（表彰他于 1969 年发表的一篇研究）以及剑桥大学教授詹姆斯·莫里斯（James Mirrlees）。尽管新闻界颂扬维克里的贡献在纷繁多变的税务政策和政府债券拍卖领域开辟了新天地，但是他否定了这种夸张的说辞。他说："（这）是我对理论经济学的背离……在人类福利方面充其量只是次要的。"接受采访时，他谈论的却是他做的一些与（诺贝尔奖）不相关的工作，他认为这些极其重要。投资领域中的复杂统计分析并没有什么区别，也不应该有区别，因为它是经济学的另一个分支。简单的假设作为深奥的统计方法的一个平台来说，常常是必要的。而更多的复杂的假设，虽然更能描述真实世界，但不允许像研究者所期望的或学术期刊所发表的那样发展数学化的分析。

基于简单的理性假设，具有萨缪尔森革命特征的研究者都能找出完全理性的投资者是如何靠近市场的，然后再用最复杂的微分方程或者其他数学方法找到新的结果。这个假设会不会和现实差距很大，这没什么关系，又有谁会在意呢？

托马斯·库恩（Thomas Kuhn）在其经典著作《科学革命的构架》中采取了一种宽容的方式对待范式变化问题。库恩说，科学家在工作中获得一个范式非常重要。范式是我们接受和研究的科学共同体中的理论部分。

"范式有其特定地位，"库恩说，"因为与其竞争者相比，范式在解决问题时更加成功，那些实践者们显然意识到它们的敏锐性。"因此，有效市场假说在早些年为价格随机波动以及技术分析师的表现永远不及大市做出了解释。

库恩也说明道："一般的科学并不以事实或者理论的新颖性为目标，我们也没有发现这样的情况。"随着范式被广泛接受，它的工具和方法将会深入到解决问题中。被有效市场范式认可的工具就是贝塔系数和 MPT。

通常科学的目标并不是去质疑那些起支配作用的范式，而是通过它去解释我们认识的世界。与范式的基本原则相矛盾的异常现象是对范式的严峻挑战。范式必须能够解释异常现象，否则它最终会被摒弃，然后再出现一个新的范式，该范式能解释旧范式所不能解决的问题。

于是，科学家自然而然会保护他们的范式，并更倾向于相信所有的天鹅都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白色的，而不去寻找黑天鹅。如果科学家找到黑天鹅——异常现象，对有效市场假说就是这样一个例子——他们试图在这个理论中找到解释。范式中的每一个变化都很让人头痛，而且会带来许多争议。[⊖]

在支持旧的范式的正确性的过程中，其追随者都会得到利益，因为他们的知识、经验和认知都与此维系在一起。否定他们的范式常常相当于在学术上否定他们的信仰。库恩描述许多老科学家都绝不会放弃现有的范式；其他人会接受目前范式的一部分，并将旧范式与新的范式结合起来。通常，新一代的研究者才会完全接受新范式，像萨缪尔森曾经指出的那样："与科学的进步相伴的是一个接一个葬礼。"

这就是为什么有效市场假说仍然有如此多的拥护者的关键，库恩也指出了一个批判性的观点：科学家是绝不会抛弃一个范式的。不管抨击者怎样恶劣，除非他们有更加令人信服的范式来取代它，并能解决旧范式不能解决的大多数问题。对于有效市场假说的绝对挑战，该假说一直都没有被推翻也不足为奇。即使核心原则已经被经验推翻，它仍然继续存在。于是，当资本资产定价模型被推翻，有效市场的大师们声称新的风险计算已经就位，其他的也将会发现。否则当逆向投资者的价值方法被证明可以跑赢市场时，有效市场的研究者就会认为其风险更大。有效市场假说的情形和库恩对科学发现的解释是一样的。

在第 4 篇将给出市场行为的新范式，它基于许多我们所了解的可预测的投资理论，并且拥有强大的经验依据来支撑假设。对于投资者来说，好消息是新的范式衍生出的方法能持续跑赢市场，坏消息是它需要些年头才能通过但丁地狱般的考验，或许长达几十年，如果库恩是正确的话。

库恩也强调不仅仅新的探索会被否定，其拥护者也可能会偶尔被惩罚。比如布鲁诺是文艺复兴时期的诗人和哲学家，他被烧死在树桩上，像我们熟知的那样，伽利略被判入狱。有效市场假说研究者似乎并不能容忍那些反对他们著作的

⊖ 变化破坏了他们的基本方法。有效市场假说和其他类似的经济学原理允许他们尽自己所能往前推进。毕竟，他们更多地接受了统计学方法而不是行为金融学的训练。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，这个事实也理所当然地被科学发现的历史所预测。不必奇怪，对于异议他们不讲究讨论，就像学术期刊一般不会刊印他们认为和范式不一致的著作一样，博学的华尔街专业人士和心理学家也不例外。

另外，有效市场假说的拥护者并不凌驾于抨击那些与他们信念不同的研究。比如在 19 世纪 80 年代早期，《巴伦周刊》和《福布斯》刊印典型的新闻来质疑有效市场假说的作用，结果是收到了持续数月的成百上千封批评信的责问。最普遍的指责是，杂志怎么敢于挑战卓越研究者的权威？

另外一个不受欢迎的范式变化特点，再拿有效市场假说举例，就是研究者利用许多方法来驱逐黑天鹅。任何批评有效市场假说的研究，如果不是被刊印在主要金融或经济期刊上，就没人理睬；或者借口方法论问题被摒弃，直至证据变得异常有力，这就是逆向投资策略所面临的情况。有效市场假说研究者然后就会声明该策略的风险性肯定很高，尽管他们还没有找到理由。

如果黑天鹅不能被忽略，它们就会遭受袭击。一个最受欢迎的保护有效市场假说的终极学术方法就是“数据挖掘”，也就是说，仅挖掘你想要的数据。当然这种方法并没有被用来针对有效市场假说研究者，正如我们已经看到的那样，他们现在正绝望地寻找能奏效的风险回报规则。虽然他们的数据挖掘似乎在规模上而言值得进行广泛进行，就如同力拓和必拓。另外一个最受欢迎的技术是批评方法论的缺陷，连错放标点符号也不放过。幸运的是，有效市场假说支持者绝对不会再犯同样的错误。

但是黑天鹅就在旁边，从有效市场假说风险理论被粉碎的假设到投资者对市场泡沫和暴跌中的极大错误标价的过度反应的普遍证据。有效市场假说支持者大而化之地忽略了两个不同但相反的异常——投资者反应过度和未做出应有的反应，表明既然这两者都有明显的证据，一个就抵消了另外一个。[⊖]这就是值得怀疑的科学，因为它们是两个独立的异常，这些异常是研究者不能解释的。因为出现了相反的结果就消除两个独立的证据本身，这种做法就像声称 1 + 1 = 0 那样。

⊖ 来自于前面提到的法玛写于 1998 年的综述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，这些就成为有效市场假说的反对者必须跨越的某些栏杆。我们中有许多人都无数次尝试过。下面来看看我的第一篇文章，这篇关于低市盈率策略获得高额回报的文章写于 1977 年。但这篇文章一直未能发表，因为编辑很显然认为这是异端邪说。直到 15 年多之后，有效市场假说的权威提出了非常类似的研究，当然，研究的名誉就给予了他们。可能更糟糕的是，实际上这些专业的杂志就是主要有效市场假说研究者的阵地。想要在主流杂志上发表文章，你必须成为真实的拥护者，或者至少是一个理性支持者。这些杂志，当然也会造就或毁掉大部分专家的职业生涯。

回想起波普尔的言论：只有黑天鹅才能杀死一个理论。不幸的是，对于理论家来说，有太多的猎手游荡在有效市场假说的池塘边，而让他们成为濒临灭绝的物种。

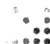
然而，这只是有效市场假说不好的一面。但将它放在上下文里，这与任何既定的知识系统被无法说明的因素所威胁时，出现的抗议和怨恨是有根本区别的；而那些异议者，就我来看，是不应该像中世纪异端份子那样被烧死在火刑柱上。

如果我曾经刻薄地对待有效市场假说，只不过是因为我无法接受构建有效市场假说的方法，或者其中心思想给市场带来的广泛的破坏，再借由市场传染给几百万人。尽管我不相信该理论，但我可以肯定会对在有效市场假说领域竭尽所能做实验的专家表示敬意。他们最终为华尔街带来了改变，尽管这种改变姗姗来迟。那些对市场如何工作非常感兴趣的投资者会对这些大学研究者感激不已。绝大部分研究都是沉闷、无趣且浪费时间的，但它对建立新投资构架的基石非常重要。

没有这些技术面和基本面表现记录的统计，华尔街会一如既往地沉迷于老旧的、不成功的、灾难性的方法之中，没有动力进行改变。尽管我认为有效市场假说很明显是过渡性的，但它确实带来了一股改变之风。

用武装好的强大的心理学知识来影响我们的投资决策，以及发现大部分广泛流传的投资理论并不会帮助我们，反倒会与我们的投资做对。我们现在已经准备好开始检验那些有用的、且在将来与我们现在面临的不同的市场环境中同样有用的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分

Part 3

有缺陷的预测和可怜的投资回报

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章
Chapter7

华尔街预测成瘾

你可能会记得美国民谣兴起的年代，或者你愿意独自探索去发现喜欢的歌，那么你可能会想起伍迪·格斯里（Woody Guthrie）这个人（每个人都熟悉他的赞歌《这片土地就是你的土地》）。他来自大萧条时期的俄克拉荷马州，他的歌曲诉说着美国的贫困潦倒。他在歌曲《玩摇滚的帅哥弗洛伊德》中唱到："有人用左轮枪抢劫你，有人用钢笔抢劫你。"这有点像在影射那时几百万人因为没有赎回权而失去了农场和房子。现在计算机的电子表格替代了钢笔，可能还加上了一些类似于债务抵押债券、信用违约掉期、不良资产和金融工具等金融产品，这歌词在今天听起来也像那么回事。

整个国家都在争论应该加强还是减少监管以及政府增大开支的问题，但这些都没有达成任何共识。看上去不久之后，经济学家就举双手赞成了。不管怎样，我们的确不明白：专家们是如何让我们处在如此混乱的状态？

但这次你可能感觉有点像刚刚结束巴里斯岛的基础培训或参加完纽约的马拉松长跑一样。我们以轻松的步调查看了为什么了解投资者心理以及效率市场的冲突对你很重要，因为它能够让你带着优势进入市场。

我们详细讨论了每种理论表现出的巨大的概念性困难，不过你可以从中获利：投资者心理学，可以让你明白如何去保护和增加你的资产；而有效市场理论，是一个失败的假说，如果你不明白它的危害就有可能为其所伤。

本章将开始说明当代投资理论长期以来被证实令人失望的原因。那就是，我们不是有效市场假说理论家们所假设的理性机器人；恰好相反，我们是人类，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们不得不习惯性地经常犯错误——标准投资理论恰恰没有考虑这些心理偏差。

心理学和投资失误

在过去近 50 年的时间里，认知心理学与理论经济学所走的路完全不同。当经济学家拥抱简单化的实用概念“理性人”时，心理学家构建了一个人类如何处理信息的复杂框架。随着 20 世纪 80 年代认知心理学、社会学以及相关领域的长足发展，心理学家越来越关注是什么原因导致了人类大脑和以机器为基础的电脑逻辑之间的区别。

虽然看上去电脑开始有能力模拟人脑认知的某些方面，但实际上还没有一个电脑系统可以与人脑相匹敌。然而，正如我们所知，人类的思维过程不同于毫无逻辑漏洞的电脑，所以心理学家调查了专家所拥有的知识的局限性以及处理信息时的局限性。他们找到了专家会失败的潜意识原因，以及为什么我们这些非专家的表现也不佳的原因。

大量研究清晰地表明，专家的失败远高于投资者的想象。这是人类信息处理能力的基本问题。目前的研究显示，我们的大脑是一个串行或循序的数据处理器，只能依照线性的方式处理信息。也就是说，我们可以通过逻辑上的顺序从一点移动到另一点。在建造轮船或太空飞船时，我们有确定的步骤。每一步，不论在技术上多复杂，都会为下一步打下基础，直到整个工程完成。

但那些被证明对于专业人员来说很困难的问题又不一样；不同于线形思维，在这里需要构成性推理（或互动推理）。在一个构成性推理的问题中，决策者对信息的解构会因为他对其他因素的评估而改变。可以用证券分析师作为例子说明：当两家公司的收益曲线一致，公司的增长率会因为行业的未来、收入增长、利润空间、资本回报率，以及其他我们之前已经列举的主要分析标准等而显示出明显的不同。分析师的评估同样会因为经济形势、利率水平以及公司所处的竞争环境而有所改变。因此，为了获得恰当的评估，分析师必须适应构成性推理；他们必须整合、测量不同的因素，当一个因素改变的时候，他们必须重新评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就像玩杂技，每个因素都是一个气球，在不断增加难度。投资专家有能力处理他们的投资方法所需要的那些复杂分析吗？我们已经看到这项任务的困难程度，以及很多人无意识地从指定的理性分析方法转向经验性的推理。

通过一种叫做方差分析（analysis of variance，ANOVA）的统计方法，一种特殊的技术被设计出来以评估专家们的构成性推理能力。其中的一篇研究给放射线医生出了一个高难度的构成性问题：判断一个胃溃疡案例是不是恶性的。为了准确地诊断，放射线医生需要分析 7 个大的指标，这些指标的组合可以给出 57 种不同的可能性。有经验的肠胃专家只通过构成性地检测 7 个原始指标就可以做出完整而精确的诊断。

尽管诊断需要高水平的构成性处理，但研究者发现，在真实的操作中，构成性处理所做的判断只能解释所有判断很小的一部分，大概 3% 左右。超过 90% 的决策来自于综合一系列的个人症状。

一个类似的问题是判断精神病患者能否在短时间内出院。医院的员工要考虑 6 个基本因素，在这些因素存在与否（比如患者是否有喝水困难的问题）的情况下有 64 种可能的组合。在另一个课题中，护士、社会工作者和心理学家只给出了很少的关于构成性思考的证据，尽管这对研究的最优解很重要。第三个研究中，13 个临床心理学家和 16 个高年级研究生被要求尝试判断 861 位病人的症状是因为神经创伤导致的还是心理创伤导致的，这是一个高度构成性的任务。这项研究的结果与前两个试验的结果没什么两样。

因为对股票市场可能会出现的结果感到好奇，保罗·斯洛维奇检测了构成性推理（互动推理）在市场专家做决策时所起到的重要作用。在其中的一项研究中，他向 13 个股票经纪人和 5 个金融专业毕业生提供了 8 个重要的金融数据，每股收益曲线、盈利空间、近期收益展望，诸如此类，即那些他们在分析公司的时候很看重的数据。他们不得不从结构性的角度思考，以找出最优解。但实验的结果却是，用结构性推理所做的决策，平均只占所有决策的 4%——百分比基本上同放射线医生和心理学家的持平。

经纪人嘴上说的如何分析那些数据与他们真正所做的出入很大。比如，一个声称最重要的曲线是每股收益的经纪人可能会非常看重近期的回报。最后，比较有经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验的经纪人看上去却是在他们自身的评估范围之中最不精确的人。总的来说，所有的证据显示，大部分人都不是强大的构成性推理者，不论是在市场中还是在市场外。这显示出人类的思想——就如同你猜测的那样——天生就与电脑的处理方式不同。

信息处理的弱点

在第 3 章第一次了解信息的处理过程时我们已经知道，赫伯特·西蒙在 50 年前写了很多关于信息超载的内容。在某些条件下，人们可以预见专家的错误，而且这种情况很常见；在与心理学完全不同的领域，如工程学、印刷甚至是土壤采样，都会出现类似的错误。股市中导致类似错误的条件和其他任何地方一样五花八门。

我曾经简要提到，目前投资方法所需的大量关于公司、行业和经济的数据并没有给专业的投资者带来额外的“优势”。当信息的处理需要大量的、复杂的分析整合时，在不涉及专业知识的情况下，需要谨慎和分析的理性系统常常巧妙地被经验性系统所取代。推论系统巧妙地绕开了我们理性的数据库。就像我们看到的那样，接收大量的投资信息可能会带来较差的决定而不是好的决定，因为这时思维被其他的认知启发，如代表性启发和习得性启发所接管。

下一章将会介绍证券分析的核心——预测，即精确地使用那些我们质疑的方法选股，却一次次错失市场中的机会。我们也将看到热门股和大量专业投资者追捧的行业的表现在几十年中都低于平均水平。导致专业投资者长期表现低于平均值的主要原因可以从第二部分的有效市场假说研究者身上找到，现实远不是有效市场假说所虚构的那样——由不产生决策失误的理性机器人维持着市场的稳定性。

想要跑赢市场，首先应该了解那些披着糖衣炮弹外衣的力量。一旦认清了这些力量，投资者就可以建立防御措施，千方百计绕开陷阱。

多少才能称得上太多

在复杂和不确定的条件下，专家需要尽可能多的信息让他们做出有利的判断，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听上去很合乎逻辑。通常，华尔街的投资者对这类信息有极大的需求，他们相信增加的信息量能够带来大量的资金。但是，就像前面所说的，这种信息的“扩容”可能对你没用。大量研究表明，给专家更多的信息对他的判断并没有多少帮助。

有一项研究对较高智商的受试者做了测试，实验者为临床心理学家提供了大量案例的背景信息，然后问他们对自己在每一个案例中所做出的判断的正确性比例有多高。随着信息量的增加，受试者所接收的信息迅速增加，但其实他们判断的正确性却仍然较低。在信息量较少的情况下，受试者认为自己的成功率在33%左右，但真实的成功率是26%。当信息量增加4倍时，受试者认为他们的成功率是53%，实际上，他们的平均成功率是28%，只比前者高了2%。

有趣的是，这个结果看上去很普遍：在大量新信息不断堆积的情况下，成功率只提高一点。对赛马场裁判的测试得出了同样的结果。他们向8位经验丰富的裁判陆续给出5~40个他们认为与选择跑赢的马相关的重要信息。研究显示，裁判们的信心随着获得的信息的增加而显著上升，但是正确性概率仍然没有变。

正如研究所证实的，人们处在不确定的情况下通常会对其所获得的信息抱有过度的自信，认为他们的胜算会比通常的概率要高。最早关于过度自信的证据是关于面谈的预见能力。很多人认为一个简短面谈足够对一个人的行为做出合理的预测。比如，分析师通常会根据不超过一个小时的会谈而估测公司的管理层，但后续研究显示这种判断通常是错误的，其中一个有趣的例子发生在哈佛大学商学院。商学院认为预先面试候选人，更有机会招收分数更高的学生。实际上，用这种方法选择候选人比单纯的通过学术水平选择更差。不过，表面的印象常常很难摆脱，而且通常会决定行为。

根据认知心理学，过度自信有很多含义。一系列的研究表明，当一个问题较容易被诊断时，专家对自己解决这个问题能力的认识更加实际。但当问题变得更加复杂且解决之道更依赖于一系列难以量化的因素时，他们开始对自己解决问题的能力过度自信（准确性为61%）。如果一项任务基本上不可能完成，比如从笔迹中分辨出美国人和欧洲人，专家们开始“超级自信”（准确性是51%）。

很多其他的研究证明，当人们因为有限的信息而形成强烈的印象时，就常常出现过度自信。比如，律师倾向于高估他们打赢官司的概率。如果打官司的两方律师都被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问及谁会赢时，每一方都会说他们获胜的概率高于50%。关于临床心理学家、物理学家、工程师、谈判专家以及证券分析师的研究表明，他们对自己的真实预期过度自信了。以临床心理学家为例，他们认为自己长期的诊断正确率有90%，但其实正确率只有50%。这就像一位观察者对专家预测的描述："通常是错的，但很少有人会怀疑。"

有经验的作家、著述或撰写研究论文的专业学者在估计作品完成时间的时候，也会出现过度自信的情况。这些估计总是一成不变的过度乐观；书籍或论文总是在计划表之后几个月或几年才能完成，有些可能永远不会完工。

认知心理学的研究同样证明了人们对预期的正确性过分自信。典型的现象就是，当人们声称自己对某件事的确定性是99%时，通常真实的正确性只有80%。这可不是那种在压力下做出的决策或另一个重要的健康测试的结果。

将专家和外行作比较时，问题变得更加有趣。一系列的研究显示，当一个问题容易预测时，专家的预测通常比外行的预测更加精确。比如，专业级别的桥牌玩家对一副牌赢的概率的判断要比普通牌手准确。但可预测性较低时，专家显得比初学者更加过度自信。专家在预测高度复杂的问题时（例如像葡萄牙和希腊这样陷入危机的欧盟国家的未来、中东地区的原教旨主义者对其国家的外交政策的影响，或者股市的波动），他们通常会过度自信。因为他们能够获得所有的信息，他们相信自己在这一方面有优势。从另一个方面来看，那些对某个领域的认识非常有限的门外汉对自己的预测通常会更保守。

在投资领域过度自信的专家非常多。华尔街对专家提供的详尽分析抱有巨大的信心。深度分析机构制作了成千上万份报告，每份报告多达100页以上，中间有很多非常光鲜的图表。他们通过华盛顿和国际情报站获取政府政策的最新动态以及国外的经济情况。这里最新的变化是，他们开始雇用其跟进的大公司的前执行官为他们提供"公司新进展"的"真正独家新闻"，美国证券交易委员会现在已经对此展开调查。通常有很多类似的会议来为基金经理提供这些貌似有洞察力的理解，但更常见的是他们"因为太了解而犯错"。

内容越详尽，专家就会认为它越有效。尽管在2005～2007年，外界很是担忧，大银行家和投资银行家，包括花旗银行、雷曼兄弟和高盛也都着重强调，但房地产市场并没有出现泡沫的信号。他们继续卖出几百亿美元的次级垃圾债券，其中包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将他们自己的存货卖给各自的客户，直到2007年年中次贷市场流动性枯竭。[⊖]同临床心理学家和裁判一样，所获得的信息对正确的预测回报基本没有帮助。

我们已经了解到以及接下来将会看到更多较差的投资回报，都是因为研究太详尽所致。这可以引用20世纪70年代早期一位醒悟的基金经理的话来佐证："你去看华尔街研究做得最好的公司和研究排名第二的公司，其声誉极高，研究极深，但它们的客户痛苦不堪。"遗憾的是，现在的情形依然没有任何变化。

在此，我向投资界以及在其他领域奋斗的人提供一个心理学指导原则：

心理学指导原则7：很少有人可以成功地用大量的信息来处理一个高难度的问题。详尽的信息不等于高回报。

我希望极其复杂的结构性关系能够变得更加明了。股市投资者所面临的不是24或48个相互关联的因素，而是像天文数字一样多的相互影响。就像我们已经看到的，只有较少的信息会让专家的结构性或互动性判断有很大影响。因为大多数华尔街专家和其他领域的专家一样，对这些心理领域的发现知之甚少，他们仍然强调问题可以通过获得额外的信息而解决。他们获取的信息过多，这对思考没有帮助，反倒助长了自信心，导致他们更容易犯严重的错误。很可惜，结构性推理的困境在于投资者和有效市场假说的理论家都不知道它。

过度自信退出舞台

前面看到，过度自信是一种情绪，也是一种认知偏见。换句话说，大脑可能被设计成能从任何可以获得的信息中摄取足够的信息。而过滤的过程，如同我们在第3章看到的，只不过是一个对真实世界做出更好表达的被动过程。当然，我们主动排除了"不在考虑范围"的信息，因此这个过程只提供了很少一部分所需的信息，在不确定的情况下给出了一个精确的预测。

预测股票并不难。在忧虑、不确定性，以及大量的特定信息交互作用之下，

⊖ 为了生存下来，很多银行开始寻求救助，此次援助由高盛前CEO、时任财政部长保尔森主持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测变成了一个巨大的罗夏测验（Rorschach test）[⊖]。投资者会看到任何一种想见到的模式。实际上，根据结构性处理过程的最新发现，投资者可以找到那些本不存在的模式，这种现象其实是假想的关联（illusory correlation）。

比如，为受过培训的心理学家提供一些精神病患者的背景资料，以及说是患者的自我素描但其实是研究者准备的素描。心理学家非常一致地从那些素描画上看到了他们希望看到的线索：画出肌肉线条的人担心自己的男子气概，或大眼睛表示多疑。不仅这些特征没有出现在素描中，而且在很多情况下它们也极少被提及。心理学家由于关注预期的畸变而错失了实际表现出的重要的关联。

投资者趋向于将不易理解的复杂问题做简单化和理性化处理。常常在他们发现一些简单的巧合的事件时，就会认为自己找到了相关性。如果他们买入了有“相关性”的股票，并且股票上涨了，他们会继续投资这类股票，结果遭受了巨大亏损。因此，市场为虚幻的相关性提供了一个非常好的场所。图形分析中的头肩顶模型剔除了图表专家所认为的、没有人能分析明白的成千上万条不相关信息，在各种眼花缭乱的投资中找出一个简单的买入成长型股票的方法。华尔街很流行这一类在过去看上去很有用的方法。有效市场假说的理论家寻找理论所需要的波动性和回报之间的相关性就是另一个例子。问题是，一些相关性是虚假的，而另一些相关性是偶然事件。相信这些相关性会带来错误。一个图形专家做了最恰当的总结：“如果不是时不时地赚点钱，我可能会更快获得市场智慧。”

这引出了下一个心理学指导原则，乍一看很简单，但其实非常重要，它在将来也会被证明很难做到。

心理学指导原则 8：不要基于相关性做出投资决定。股市中所有的相关性，不论是真实的还是虚幻的，都变化莫测、很快消失。

⊖ 由罗夏 1921 创立，也称罗夏墨迹（Inkblot）测验，如果被试的反应方式与多数人相同，即被认为是正常的。如果被试的反应方式怪异，与其他人差别很大，这个人就可能存在心理障碍。如果被诊断为某种精神疾病的人都具有某种反应类型，而被试也具有此种反应类型，那么被试就可能具有某种精神疾病。几十年来对罗夏测验做过许多信度和效度的研究，结果并不理想。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这对投资者来说很重要：如果分析师普遍乐观，带着这种玫瑰色的眼镜，有很多的失望在最初查看公司或行业时就产生了，而不是因为某件事才产生的。

已故认知心理学先驱特沃斯基对股市中过度乐观和过度自信的专家做过研究。特沃斯基说："在一项研究中，分析师被问及某只股票的股价在特定时间里到达 X 美元的可能性有多大。平均来看，分析师自称有 80% 的把握，但他们的正确率一般只有 60%。"这项研究被重复了无数次，结果都是如此。

在其他的研究中，分析师被问及某只股票预计的最高价和最低价，结果是股票的实际最高价比那些有 95% 把握的预期最高价要低很多，而实际最低价比那些有 95% 把握的预期最低价要高。因此，最高和最低的预期价格要乘以 90% 才是实际价格。也就是说，如果分析师很实际且无偏见，股价的波动高于或低于这个范围的可能性是 10%。实际上，预测在 35% 的时间里不在这个范围内，也即通常的预测的可能性（10%）的 3.5 倍。

特沃斯基继续写到，"这远非理性的预测"——那种完全符合逻辑、不为行为所影响，如同有效市场理论所假设的投资者的做法——人们通常具有几方面的偏见：他们乐观，对自己获得成功的机会过度自信，高估了自己的知识水平，因此他们的自信远远超过了其"命中率"。

1995 年特沃斯基在一场我也参加并做了报告的会议上质疑了投资行为中的过度自信。提问者问他对"分析师不擅长预测未来收益"这个事实的看法。现将他的部分回答摘录如下："从行为现象的角度来看…分析师应该对他们预测（收益）的能力比其他的预测更应该持怀疑态度。我们一次次地看到，我们的信心放错了地方，而我们的过度自信导致了错误的决定，因此认识到我们预测未来的局限性非常重要。"

在这次会议上，他还被问及分析师和其他专业投资者是否会从各自的经历中有所学习。他说："不幸的是，认知的错觉很难不学自知…事实上，在现实世界中人们并未学会如何去消除过度自信。"

我认为我们都是过度自信的，我们可以通过意识到自己易于过度自信而克服这种过度自信的倾向。当然，这并非易事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师一贯的乐观

根据我们学到的内容，你认为分析师的收益预期会有多乐观？詹妮弗·弗朗西斯（Jennifer Francis）和唐娜·费尔布里克（Donna Philbrick）研究了1987～1989年《价值线投资调查报告》中的分析师对918只股票的预期。[⊖]研究者发现，分析师的年平均预测值比实际情况高出9%。再次提醒，记住高风险股票的一个很小的失误会带来灾难性的影响，这种乐观的预测在很大机会上会危害到追求极度精准的收益回报的投资者。

I/B/E/S，这个监测美国7 000多家公司的季度预测的最大收益预测服务公司，更清晰地揭示了分析师的过度乐观。尽管这些季度预测被允许更改，根据I/B/E/S的信息，分析师还是趋向于乐观。看上去就是分析师在前半年没办法有效扭转其带有偏见的乐观预测，然后在后半年通常会调低预期，幅度可能会超过3倍。尽管如此，他们的收益预期在年底的时候仍然偏高。

摩根士丹利的埃里克·鲁福金（Eric Lufkin）和我在1998年1月26日合写了一篇文章，并发表在我的《福布斯》专栏上，这篇文章进一步给出了分析师过度乐观的证据。表7-1罗列的是我在2006年年底更新的研究结果。这篇研究计算了1988～2006年的19年间，分析师和经济学家的预测与标普披露的真实收益之间的差距。这段时间不仅经历了泡沫和大股灾，还经历了经济的繁荣期和衰退期。分析师采用“自下而上”的预测方法，他们会检索公司的所有重要的基本面，然后给出这只股票的预测。他们预测一家又一家公司，然后公司都叠加在一起，根据公司在标普500指数中的权重，来形成一个预测。另一方面，经济学家运用“自上而下”的预测，也就是他们查看经济状况，然后判断其整体预测对单一公司的预测的影响。快速看一下第二行所显示的每年的分析师收益预期，以及第三行所显示的经济学家的预期，最后第四行是标普500所披露的真实收益增长或下跌。

⊖ 价值线是华尔街众所周知和被普遍接受的预测机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-1 从过度反应中获利
分析师和经济学家关于标普 500 的收益增长预期（1988～2006 年）（%）

年份①	分析师的预测	经济学家的预测	真实增长率
1988	30	15	36
1989	10	4	-4
1990	14	12	-7
1991	2	7	-25
1992	38	49	20
1993	23	36	15
1994	39	29	39
1995	11	5	11
1996	18	12	14
1997	20	5	3
1998	14	14	-5
1999	28	15	28
2000	8	7	4
2001	17	19	-51
2002	57	50	15
2003	44	39	72
2004	19	10	20
2005	8	11	19
2006	-2	0	17
平均值	21	18	12
平均年失误率①	81	53	

① 每年 1 月份做预测。

Source：© David Dreman，2011. Data Source：I/B/E/S and Thomson First Call.

让人震惊的是分析师和经济学家的预测是多么的乐观。为了以示公平，我们来看看研究中分析师和经济学家在 19 年中的预测，然后将其与标普 500 的真实收益做比较。如表 7-1 所示，分析师预测的平均收益增长是 21%，经济学家的平均预测是 18%，而标普的真实收益增长为 12%。正如第三行所显示的，经济学家（被认为是“悲观的科学”的典型代表）所做出的收益预期的乐观程度在 19 年的时间里比（标普披露的收益）真实的年平均收益高 53%。还能更糟糕吗？为什么不可以，当然有更糟糕的：分析师在 19 年的年平均收益的乐观程度高出实际水平 81%，这是非常大的失误。研究证明：收益预期既不是艺术也不是科学，而是一个致命的金融病毒。

是什么导致分析师如此乐观？除了归因于学术界之外别无其他，恰恰是因为这种过度的乐观导致很多人包括大量的专业人员，买入他们推荐的股票。从最近所举的几个例子以及接下来的例子可以看出，毫无根据的乐观会将股价推高到离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谱的程度。这适用于另一个心理学指导原则：

心理学指导原则9：分析师的预测通常过于乐观。适当调低你的收益预测。

现在，那些有抽象推理天赋的人可以解决大量的复杂问题。每个领域都有它的威廉·米勒和比尔·格罗斯，但这样的人毕竟是少数。因此，看上去目前投资方法所要求的信息处理的能力和抽象推理的标准，无论对专家还是新手来说，都过于复杂而且无法精确使用。

亏损的不二法门

在这一点上，你可能会怀疑我是不是夸大了股市中做决策和预测所面临的问题。我想可以从股市专家长期中意的投资中找寻答案。

我们来看看1968年2月在纽约希尔顿酒店召开的国际机构投资者大会。几百位参会代表罗列了当年表现可能会优异的股票。最热门的股票是大学电脑公司——当时表现最出色的股票。它的股价在接下来不到12个月的时间里从443美元下跌了88%。由《机构投资者》在1972年冬天主办的一次会议中，航空股被认为在当年的表现会最好。但上升了1%之后，航空股在当年股市陡峭的升市中下跌了50%，1973年的会议干脆就不再提航空股了。而在1999年的会议上，大多数专家选择安然公司作为接下来12个月内表现最好的股票，我们都知道后来这只热门股票发生了什么事情。

这些都只是偶然意外吗？在发表于1982年名为《新逆向投资策略》（*The New Contrarian Investment Strategy*）的书中，我概括了1929～1980年51年间的52份调查中的大部分由专业投资者推荐的热门股的结局。专业人员参与的人数从25人到几千人不等，中间值是100人。无论在什么情况下，专业投资者的选择总是与接下来的12个月内标普500的走势相左。[⊖]

有18项研究分别统计了专家们所选的5只或更多爱股的表现。这里没有用一

⊖ 其中有很多研究使用了不同的平均值和时间段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两只股票，而是用分散化的股票数来降低机会因素所带来的影响。这 18 个投资组合中有 16 个组合的表现都跑输大市！这意味着，实际上，如果客户接受了专家关于这些股票的建议，他们的投资表现大概有 88% 的可能跑输大市。随机地扔硬币都有 50% 的机会战胜大市呢！

另外 34 个组合的表现稍微好一点。总的来说，在有很多基金经理和分析师参与的热门股票和行业的 52 个组合中，有 40 个组合的表现都跑输大市，达到 77%。

这些调查虽然时间跨度超过 50 年，但截止日期是 1980 年。在此之后，专家选股的技术有提高吗？《华尔街日报》进行了一项调查，查看了 4 位有名望的专家在 1986 ~ 1993 年每年的择股表现是否跑赢大市。每年年末，4 位专家分别向金融板块的编辑约翰·多夫曼（John Dorfman）荐出各自看多的 5 只股票，然后多夫曼负责在接下来的 12 个月内审查这些股票的表现，来年按股票的业绩删除两个表现垫底的专家，加入两个新专家。在这 38 个投资组合中，有 16 个投资组合的表现低于大市。这个结果比前面的结果稍微好一点，但还是比扔硬币的概率低。[⊖]

表 7-2 给出了所有我可以找到的类似调查结果，截止日期是 1993 年。根据表 7-2所给的数据，接受调查的专家推荐的股票表现跑赢大市的概率只有 25%。这些发现让我震惊。尽管我知道专家会犯错，但我不知道专家的错误之大如此令人诧异且持续犯错。

表 7-2 专家对热门股和行业的预测

时间段	资料来源	预测数量	下一年里预测低于市场表现的概率（%）
1929 ~ 1932	Cowles Surveys	3	100
1953 ~ 1976	*Trusts and Estates*	21	67
1967 ~ 1969	*Financial Analysts Journal*	1	100
1967 ~ 1972	*California Business*	7	71
1967 ~ 1973	*Institutional Investor*	7	100
1973	*Business Week*	2	50
1974	*Seminar*（Edson Gould）	2	100
1974	Callan Associates	4	100

⊖ 我曾经在 6 年的时间里参与了这项调查。在那段时间里，我运用之后将会看到的逆向投资策略，我的投资组合的表现在 1987 ~ 1992 年这 6 年中的 5 年表现都跑赢大市，相对于大市 120% 的增长率，我的投资组合的总增长率是 156%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

时间段	资料来源	预测数量	下一年里预测低于市场表现的概率（%）
1974～1976	Mueller Surveys	4	75
1980	*Financial World* "All-Stars"	1	100
1986～1993	*The Wall Street Journal*	8	50
预测总数		60	
表现低于市场的专业预测的概率			75

注：所有的比较都不包括分红。

Source：© David Dreman，2011. Reprinted from *Contrarian Investment Strategies*：*The Next Generation*.

表 7-2 所列的一些研究回溯到 20 世纪 20 年代，最后一份研究截至 1993 年。之后的选股水平有进步吗？毕竟在过去 15 年里，对专业投资者的表现的跟踪比过去更加仔细了。我们在第 1 章和第 2 章看到，基金经理的总体表现低于大市。顾问视点（Advisor Perspectives）公司做了另一个截止日期为 2007 年 12 月 31 日的 10 年期研究，他们比较了标普美国国内指数的表现与标普基准指数表现。表 7-3 显示，以其中的一个标普指数作为基准，在 9 种不同的类别中有 6 个标普指数的表现高于其股票的表现。

表 7-3　截至 2007 年的十年

指数	按年表现（%）	指数表现等级	指数表现优于积极的经理人（%）	缩写
标普中盘股 400	11.2	1	78	MC（中盘核心股）
标普成长型中盘股 400	11.1	2	72	MG（中盘成长股）
标普价值型中盘股 400	11.1	3	70	MV（中盘价值股）
标普价值型小盘股 600	9.0	4	53	SV（小盘价值股）
标普小盘股 600	9.0	5	61	SC（小盘核心股）
标普成长型小盘股 600	8.2	6	50	SG（小盘成长股）
标普 500/花旗价值股	6.6	7	46	LV（大盘价值股）
标普 500	5.9	8	60	LC（大盘核心股）
标普 500/花旗成长股	4.8	9	35	LG（大盘成长股）

注：标普成长和价值指数的回报在 1998～2005 年通过 Barra 方法计算，而 2006～2007 年通过花旗的方法来计算。

Source：© Copyright 2009，Advisor Perspectives，Inc.

只有在标普 500/花旗成长股（S&P500/Citigroup Growth）的例子中，证券基金的表现明显高于标普指数。简单地说，这十年中的 2/3 的时间里，基金经理的表现低于平均值。

最后，截止到 2009 年年底的 5 年里，标普 500 指数的表现高出那些从事大盘股的美国证券基金 60.8%，标普中盘股 400 指数的表现优于中盘股基金 77.2%，而标普小盘股 600 指数的表现超过小盘股基金 66.6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些总时间跨度超过75年的研究，清楚地证明了基金经理和分析师的表现比股市的表现差劲得多。研究同样证明，大部分专业投资者和普通投资者一样，既在股票高位时追逐热门股，又在股票不再光鲜时低价斩仓，就像随后每年股市的表现所显示的那样。另一件有趣的事是同一个行业——科技行业，尽管以不同的方式呈现出来，但科技行业在这些年里都是热门行业。相伴相随的是科技股的热门，是如此的失败。专家的建议，至少是在我们列出的这些研究中的建议，很明显在诱使投资者买入估值过高的股票，远离价值较高的股票。

根据这些研究结果，我们能得出怎样的结论呢？这些研究的样品数量非常大，数据也不是随机的。这些证据表明，在这65年中，专家在选择股票和投资组合时所犯的错误非常惊人。

金融专家的失败率有时能够达到90%，这不仅仅是单纯的失误，很有可能是在不确定的情况下有系统性的、可预测的作用力在干扰不谨慎的投资者。

重复一下，这些证据很显然与有效市场假说的核心假设相左。更重要的是我们所看到的内容的实际影响，成为基本面方法通常无效的另一个看上去相当合理的解释。投资理论对投资者的构成性处理过程和信息处理过程的要求极高。不论身在市场与否，信息超载会让我们的思维停转。当这种情况发生时，我们就无法正常处理信息。随着信息的增加，我们的信心也不断增加，但我们所做的决策水平却没有进步。这引出了另一个心理学指导原则。

心理学指导原则10：格外小心当下的投资方法。在处理复杂信息时的局限性使得绝大部分人无法成功地使用这些方法。

尽管在其他复杂的情况下，专家们的表现可能也会很差，很不幸的是，股市专家是在一个公开的场合工作。据我所知，还没有其他任何一个领域的专家的决策水平会如此容易被检测。

在检视基金经理和其他股市专家的选股记录时，有一个重要的问题浮出水面：分析师的收益预测的准确性情况如何？这些是选股的重要考虑元素，也是实际投资操作的核心。接下来我们将会分析这个问题。顶级证券分析师——那些精英中的精英其研究结果的准确性会让你大吃一惊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章
Chapter8

你能下多大的赌注

20世纪70年代初，那时我还是一名分析师，不是大牌，只是小人物一枚。今天，大经纪公司的分析师可以迅速获得竞争对手的报告，评估变化，还可以获得其他大量的信息。现在可获得的信息与过去相比呈指数级增长。这就像是拨号电话与最新的苹果 iPhone 之间的差别。但接下来我们会看到，尽管有信息革命，我们仍然有足够的理由相信收益预测失误高企，甚至高到都无法判断绝大部分股票的内在价值，这并不是因为证券分析行业中的同事有所保留。当然，正如你知道的，不管有没有配备 iPhone，预测永远都不是一门精确的科学。天气预报告诉你天气晴好，结果让你在下午淋了一场雨，就跟华尔街证券分析师的情况差不多，都远非你能想象的。

如果你挺喜欢我，你今后可以偶尔尝试在一个输赢概率合理的扑克游戏中赌我一把。但一个基本问题是，人们会下多大的赌注？如果分析师喜欢一个概念，那就更不用说了。我们在第2章看到，如果玩家认为自己会赢，不论彩票获奖率是万分之一还是千万分之一，他们都会为此支付同样多的钱。我们也看到，获胜的可能性，而不是赢率，可以导致低概率事件的权重被加大，就算玩家获胜的概率降低了1 000倍，效果也一样。

这种人很傻吗？可能有点傻，但我们在前面已经知道，大部分投资者在每一个我们分析过的泡沫和恐慌之中所面临的概率都一样。他们同样会在概率对他们不利的时候进场——当然这时的概率不等同于投机时的概率，但输率仍然很高。为什么他们总是这么做呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你是看美国全国广播公司财经频道（CNBC）或彭博的早间市场播报，又或是阅读《华尔街日报》开始新的一天，毫无疑问你会注意到，主持人和记者通常会听从或记下那些看上去对市场无所不知且衣冠楚楚的人的建议。在本章，我们会检视证券分析师中的传媒人士的建议的可信度。一位分析师调高或降低对一个股票或行业的收益预期，通常会成为金融媒体的大事件。即使不知道公司或行业的名称，我们也应该小心对待那些上调和下调。分析师对大公司预测的修改是能让人们驻足的精彩表演。如果下调或上调的幅度很大，它可以显著地影响股票或行业的走势。

那些媒体特别爱追捧的人认为自己是顽固的现实主义者，而不是出类拔萃的理论家。他们专注于每天做市场决策，而不是写数学公式和做计算机模拟，并对自己向投资者提供专业级别的分析建议很有信心。这很公平。我们现在来测试一下，追踪他们的投资表现。其预测和建议，是大量投资者在决定某只股票是应该买入、持有还是卖出时所看重的主要因素。现在我们看看 CNBC、彭博或其他媒体所提供的信息，是否比气象台提供的信息更加统一而精准。

预测之罪 1：预测公司的收益

尽管华尔街的金融家和金融学者在很多事情上意见不合，但他们都认同公司的收益是股价的重要标杆。当代金融分析的核心是通过精确的收益预测来预测股票波动的。因此，大经纪公司仍然有千万美元的研究预算，雇用顶级分析师以给出精确的预测。大型的银行信托部门、证券基金、对冲基金和资本管理人需要“最好”的预测，因为他们收取了数亿美元的佣金。

几十年前，《机构投资者》给出了程序化的方法来判断一个分析师是否“最好”。每年该杂志在调查上百家金融机构之后，从各个重要的领域，如生物技术、计算机、电子通信、制药和化学等行业中选择“顶级”的分析师组成一个“全明星”团队。他们有第一、第二和第三梯队。杂志每年都会在封面刊出团队的合照，通常每个成员都会穿上足球运动服，球衣上写有各自所属的经纪公司的名字。团队的竞争异常激烈，我们在稍后会看到。

如果一个经纪公司有一些全明星分析师，公司的收益就会随之增加。几年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前，一家大经纪公司的合伙人和研究主管决定开除其中的一名分析师。正当办公室的行政人员要向分析师传达这个消息时，研究主管跑到走廊拦住他，气喘吁吁地说："等等……我们要留下他……他刚刚被选入第二梯队了。"

薪酬的范围，就像你猜测的那样，是属于最高层的。有经验的分析师年薪能够达到70 万~80 万美元，更优秀的分析师拿的更多。因此就有了一个百万年薪俱乐部，其中包括很多华尔街杰出人士。单从收入来讲，他们可以与流行的艺人和专业的运动员相媲美。

有些分析师的收入达到8 位数，比《财富》杂志评选的世界 500 强中很多企业的 CEO 年收入还要高。曾经是电子通信领域最炙手可热的分析师杰克·格鲁曼(Jack Grubman)，在20 世纪90 年代中期从普惠公司跳槽到所罗门兄弟公司。他当时与所罗门签的两年期合约的薪酬是每年 250 万美元。这份薪酬如此之高，以至于他的同事们开玩笑说所有认购公司产品的客户都付了一份"格鲁曼工资"。毋庸置疑，华尔街对顶级分析师的英雄崇拜情结，就像年轻人对摇滚明星和电影英雄一样。

2002 年互联网泡沫破裂之后，美国证券交易委员会和政府介入了主要分析师对市场造成的干扰的调查，这使得人们的分析师英雄情结稍淡了一些。2003 年 4 月底，美国证券交易委员会和纽约州政府监管机构申报的数千份文件显示，华尔街传统的规则被破坏了，那些原本以为可以防止银行家影响证券分析师工作的防火墙土崩瓦解了。尽管调查主要围绕所罗门美邦[㊀]的杰克·格鲁曼和美林集团的亨利·布洛杰特（Henry Blodget）这两位华尔街薪酬最高、影响力最大的分析师展开的，但它很快蔓延到其他的分析师。电子邮件和其他文件显示，很多分析师被迫给一些处于劣势的公司较好的评级，其中很多公司是那种几乎没有商业计划、没有收益也没有可靠的平台的不稳定的互联网公司。因为在 20 世纪 90 年代末互联网泡沫期，承销 IPO 的利润非常丰厚，服务好大客户而不是散户的压力变得空前巨大。在这场疯狂的争夺战中，承销 IPO 为投资银行带来数十亿计的收入，分析师则变成了两面派。在公开场合他们赞美业绩这些不稳定的公司，将它们评

㊀ 现在是花旗的下属机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级为强烈推荐甚至是立刻买人。但在发给投资银行客户的邮件中，他们用“笨猪”“垃圾”“废物”或更糟糕的词来形容这些公司。这里出现了一个非常明显的区别对待。散户们被分析师忽悠着买人那些低质量的首发股，所付的价格通常比原始发行价高得多，然而机构投资者却被告知要远离这些股票。布洛杰特曾经给一家互联网公司 GoTo“建议买人”的评级。当一个机构大亨问他为什么会对这家公司感兴趣时，布洛杰特轻率地回复说，他除了能让美林从中获得很多投资业务的收益之外，对那家公司的股票“一点兴趣都没有”。当然这种游戏对其他分析师来说，也不算什么大事。

杰克·格鲁曼差不多是这个领域的大师级人物。格鲁曼从前一直给 AT&T 负面评级，但花旗 CEO 桑迪·威尔（Sandy Weill）“询问”他是否能给 AT&T 一个与之前评级不一样的评级。在这个例子中，“询问”意味着如果格鲁曼依计而行，就会得到数百万美元的红利。当时盛传的是，AT&T 的主席威胁花旗，如果在通讯行业有巨大影响力的格鲁曼不提高 AT&T 的评级，那么他们就不让花旗参加接下来的分销。格鲁曼在威尔的监督之下，于 1999 年 AT&T 公司股票接近最顶点的时候给出了买人的评级。很快，花旗在 AT&T 分拆其无线电业务上市的过程中赚了 6 300 万美元。

2002 年，一切都改变了。随着股市的崩溃，追风的投资者在格鲁曼极力推荐的世通公司和其他通讯股上损失惨重。由于他在提高花旗投资部门的作用中提供了协助，尤其是花旗银行有史以来获得最高佣金的丑闻缠身的世通公司收购程序，让人们对他产生了怀疑。估计格鲁曼所在的子公司为花旗银行带来的收人有 10 亿美元，而股东们单在这个丑闻上就损失了 2 万亿美元。（在这些怀疑之下，格鲁曼于 2002 年 8 月辞职。他从花旗银行的经纪子公司获得了 3 000 万美元的遣散费，根据双方协议，花旗会继续向他支付打官司的费用。）

在随后由纽约州立司法检察官艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）主持的审判中，花旗和其他 10 家银行被判罚款 14 亿美元，其中花旗被罚 4 亿美元。在另一个由斯皮策和美国证券交易委员会主持的审判中，格鲁曼被判终身不能再从事证券相关的工作，布洛杰特也是如此。讽刺的是（也许也不算讽刺），几乎所有存活下来的经纪公司和投资银行在 2008 年都被用部分来自于散户的纳税人的基金（TARP）所救

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助，在此之前，苦苦挣扎的“跟风”投资者还在买入垃圾分析师推荐的股票。

我们遗忘的速度如此之快。2000年中期，我们对分析师预测的信任感完全恢复了。没有人质疑，由《机构投资者》从全美国15 000个分析师中选出来的“精英”必定是选股高手。

真是这样吗？

《金融世界》追溯了过去几年分析师的选股结果。文章指出：“这并非易事。大多数经纪公司并不愿意公布各自明星分析师的平均命中率。”在很多例子中，数据都是从外部资料中获得的，比如大客户，或是公司“勉强”给出的。经过数月的挖掘，该杂志得到了20位明星分析师的推荐。结论是：“股市英雄少之又少——在文章被讨论的那段时间里，市场上涨了14.1%。如果你买入或卖出了他们推荐的132只股票，你所获得的收益只有9.3%。”差不多比通过扔硬币来选股还要差34%。杂志接着说：“明星分析师推荐的这132只股票，只有42%，即1/3的股票表现优于标普500指数。”一个大机构买家总结到：“在升市中的分析师……勇气出现在错误的时间，谨慎也出现在错误的时间。当他们说一套，却做另一套时很可怕。”

除了明星分析师，专业投资者看重诸如I/B/E/S、扎克斯公司、投资研究公司和第一声公司这些为专家们提供在线和即时更新收益预期的服务。第一声公司还为基金经理及有竞争关系的分析师提供所有刚刚发布的分析报告，其中有很多报告是关于收益预期变更的。他们研究所覆盖的上市公司超过1 000家。

对准确的收益预期的需求在近年上升得很快。分析师的预测错了几分钱都会造成股价大幅下滑。超过预期的收益会使股价上升。那怎样的预测才算好的预测呢？我们已经知道，《机构投资者》的“全明星”阵容的表现完全不令人振奋。这是因为他们的业绩偶尔下滑吗？或是一次意外的受挫？还是我们看到一只黑天鹅缓慢地在水面上划向我们？这个问题的答案对接下来章节里要讨论的投资策略至关重要。

预测之罪2：长期记录

为了修订《新逆向投资策略》和发表在《福布斯》等报刊上的一系列文章，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我和詹姆斯麦迪逊大学的迈克尔·柏瑞（Michael Berry）合作对分析师的预测值与实际收益之间的差距做了研究，文章于1995年发表在《金融分析师杂志》5～6月刊上。研究将1973～1991年间经纪公司分析师的季度收益预测与公司发布的真实收益做了比较，后来我将数据更新到2010年。季度预测基本上在收益发布3个月之前写好，分析师通常会在一个季度结束之前的两周里重新修正预测。一共有216 576个与实际结果符合的预测报告，我们要求一只股票至少由4位不同的分析师做预测时才纳入考虑。类似于微软和苹果这类大公司差不多会有30～40个不同的预测。研究包括纽交所、纳斯达克股市和美国证券交易所（AMEX）的1 500多家公司。这是就我所知目前关于分析师预测范围最广泛的一项研究。

在这个即使是轻微的错误都能导致全军覆没的游戏里，分析师表现如何？看一眼图8-1就明白了。结果很让人吃惊：分析师的预测长期且严重地偏离实际收益，即使他们的预测仅仅是在真实收益发放前3个月给出的。所有样本的平均错误率按年计算是非常恐怖的40%。重复一下，这可不是小范围的样品，这项研究包括了超过80万个分析师的预测值。

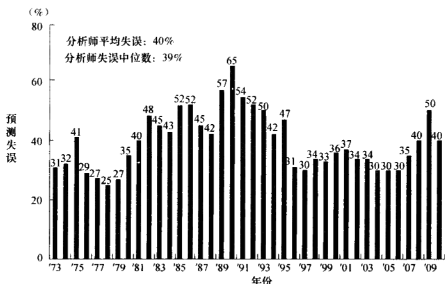


图8-1 预测收益与申报收益之间的失误概率（1973～2010年）
Source：© David Dreman, 2011. Data Sources：Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有趣的是，这些错误恰恰发生在信息革命时代。即便不考虑这一点，预测的错误仍然很高，高得完全无法用来判断大部分股票的真实价值。是的，这些误差幅度差不多排除掉了任何精确判断收益的机会！

既然市场上很多专业人士相信高于3%的收益预测误差足够引发股价的大幅波动，那么1991年发生的平均54%的收益预测误差和这38年来平均40%的预测误差会导致怎样的结果？当我们看到因为分析师很小的误差导致热门股票的股价暴跌，就会明白即使很小的预测失误对你的投资都有危险。这就是华尔街分析师、大型证券基金、养老基金和其他机构投资者正在玩的游戏，普通投资者只有任人宰割的份。

你可能会想到这个研究结论会不会因为一些大的预测失误而被扭曲。为了排除这种影响，我们用四种不同方法来计算收益预期，发现无论用哪一种方法计算，预测的失误都很高。当公司发布很小或正常收益时，预测会产生怎样的结果？在预测值与实际数据相差的数额等同的情况下，预测误差在每股收益较小的公司上所体现的比例会比每股收益较高的公司更加明显。打个比方，如果预期的每股收益是1美元，而公司申报真实收益是每股0.93美元，中间的误差就是7.5%。但当每股预测收益是10美分，而真实收益是3美分时，那么中间的差距高达233%。⊖

无论用什么方法分析误差，收益预期的微小错误都能对公司市值产生大得不成比例的负面影响，这与诸如公司的稳定性或管理层的表现等因素完全不相关。

预测之罪3：偏离平均预期

当股票的平均预期偏离太多时，我能肯定大部分读者都知道会发生什么事

⊖ 我们在分析图8-1所显示的各个子集的股票时，排除了所有申报收益异动在10%以上的公司，以消除大的预测失误对研究的影响。问题是很多快速增长的、年收益在30～50美分的小公司，其收益每个季度的变化在7.5%～12.5%，这个给定的范围也消除了大公司的预测影响。即使通过这种季度保守的方法计算，平均预测失误仍然在20.5%左右，是专家们所认为的能够导致股价大幅波动的预测失误的4倍以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情。E * Trade 曾经是一只热门互联网股票，2009 年 4 月底当公司发布的收益比预测的收益低 4% 时，股价跌了 42%。而当 Akomai Technologies 公司在 2009 年 7 月份发布的收益低于预测收益 4% 时，股票下跌了 14%。当然还有其他不同的情况，2009 年 10 月亚马逊（Amazon. com）发布的收益高出预期 36%，股价因此上涨 33%。这一切都发生在股市全年上涨了 20% 的情况之下。

和你猜想的一样，长期来看，收益预期对股票有很大的影响。在互联网泡沫期间的 1997 年，因分析师的收益预测与发布的收益之间只有微小的 1% 的误差，3Com 股票居然暴跌了 45%。太阳微系统公司也因为实际收益比预测收益少了 6% 而下跌了 30%。1997 年 5 月 30 日，英特尔公司发布消息说公司第二季度的收益会远高于 1996 年的同期收益，但比分析师的平均预测低 3%，这导致一开市股价就下跌 26 点，即 16%。这一情况在技术类股票中激起千层浪，之后波及整个市场。最后的结果是，标普 500 指数在几分钟之内蒸发了 870 亿美元。依赖于预测的人们被迎面击倒。

当然，肯定有人会问有没有例外情况。我们刚刚看到，收益预期偏离了很少的百分比都能使股价产生巨大变化。投资实战要求收益预期非常接近或恰好是发布的预期。通常，股票的估值越高，预测的精确度就越重要。就像书中所写，华尔街聪明的专家通常希望发布的收益与平均预期的差距在 3% 以内，而很多人要求的误差更小。

这种想法可行吗？请看图 8-2。我们采用了包含 216 576 份平均预测的大数据库。每只股票至少有四位分析师的独立预测，因此我们至少要找 866 000 份独立的预测。由于很多股票的预测多于 4 份，比如苹果就有 40 份预测，我估计截至 2010 年年底有分析师参与的预测数量可以达到 100 万份。

图 8-2 总结了我们的发现。我们给出的预测范围比他们自己给出的要宽，以 3% ~5% 的偏差作为预测失误的范围。尽管如此，得到的结果对依赖精确预测的信徒来说仍是毁灭性的打击。预测的分布图上清楚显示了他们不值得投资者花那么多钱。只有不到 30% 的预测与公告收益的差距落在大部分专家深信绝对重要的 5% 的波动区间内。如果用大多数专业投资者认为过宽的波动范围是 10% 的误差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

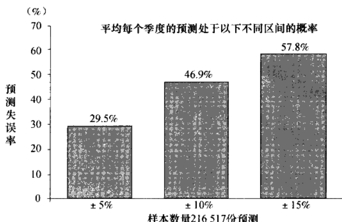


图 8-2　预测失误（1973 ~ 2010 年）
Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

范围来统计，我们发现只有 47% 的季度预测称得上是准确的，超过 53% 的预测连这么宽松的条件都没有达到。更差劲的是，如果将误差范围提高到 15%（基本上华尔街所有人都会说这种季度预测的误差范围太大），也只有 58% 的预测进入这个范围。

预测错误率高达 50% ~ 70% 还有什么价值呢？即便是预测值只有极微小的偏差，在这种恐怖故事突然发生后，情况依然没有明显不同。我们看到由高薪且聪明的分析师在提前 3 个月的情况下仔细准备的预测，完全不精确。更复杂的是，很多股票在出售时标出的价格，不是按今天收益而是按未来收益预期的价格计算。分析师基于他们的预测赚钱的概率与赌马获得三连胜的概率一样低。目前的投资实战需要的精确数据看上去无法满足。根据这些预测来投资，意味着你在参与一场胜算很小的赌博。此处引出了一个心理学指导原则。

心理学指导原则 11：长期来看，做出精确收益预测的可能性非常小。不要利用收益预测作为你买入或卖出股票的主要原因。

预测之罪 4：行业预测

“这可能是有原因的，”那些相信预测威力的信徒争辩道，“分析师不可能对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的每个角落都非常了解，因为很多波动性大的行业很难被精确预测。你可以对一个稳定的、一定会增值的增长型行业给出很好的预测。”

这真是狡辩。我们将所有数据导入计算机，计算机程序通过分析这些数据，几分钟后给出了答案。我们将同一位分析师的预测按24个不同的行业分别统计每个行业预测的精确性，[⊖]结果如表8-1所示。行业失误率比每个公司的预测率要低，但仍然高出分析师所认为的最大容忍度5%有6倍之多。平均误差是28%，中位数为26%。我们也发现数据所覆盖的整个时期，每年差不多有40%的行业的分析预测误差率高于30%，差不多有10%的行业预测错误率高达40%。

如表8-1所示，分析师的失误在各个行业都会出现。在有清晰可见的未来的行业如计算机和制药，以及汽车或材料这种前景黯淡的行业，失误的概率一样高。这个结果非常一致，我们可以将其归纳为一个心理学指导原则。

表8-1 专家对不同行业的预测失误（1997~2010年）

行业	失误率（%）	行业	失误率（%）
移动电话及其配件	45	原材料	33
银行	26	传媒	49
金融产品	23	制药、生物技术和生命科学	31
商业和专业服务	24	房地产	13
耐用消费品	26	零售	26
消费性服务	27	半导体和半导体元器件	34
金融分类	20	软件和服务	31
能源	35	技术、硬件和仪器	35
食品和粮食零售业	23	电子通信服务	35
食品、饮品和烟草	22	运输	29
健康医疗和服务	21	公共事业	26
日常和个人消费品	16		
保险	24		

注：1. 24个不同行业。
2. 行业预测的平均失误：28%。
3. 行业预测失误中位数：26%。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

⊖ 艾瑞克·鲁福金的原始研究覆盖了1973~1996年间的数据。鲁福金运用20世纪90年代末停用的政府行业分类系统。我们使用的分类叫做全球行业分类标准（GICS），由标普与摩根士丹利资本国际（MSCI）共同开发，它的行业分类更加精确、更适用。使用GICS分类的历史数据可以追溯至90年代中期。不过，鲁福金的结果所显示的行业预期失误在那段时间更高，这表明行业预测失误在过去38年的时间里都很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理学指导原则 12：在分析师的预测中，没有可以精确预测的行业。

发展前景高度透明、高增长的行业与其他行业一样有很多预测失误。分析师在被认为发展前景高度清晰的行业持续犯错这一事实（给出很高的估值），说明这些行业的股票经常被高估。

最后，我们来解决关于分析师预测的遗留问题。在收益估值更加困难的泡沫期和衰退期，预测会更不精确吗？这种困难是造成他们的预测不靠谱的可能的原因吗？

预测之罪 5：分析师在繁荣期和衰退期的预测

前面 1973～2010 年的研究覆盖了 7 个经济扩张期和 6 个经济衰退期。如果考虑到这一点，你可能会认为分析师在衰退期的预测值更高，因为这一时期收益急剧下跌，而分析师又很难预测经济因素。相反，在经济扩张期，预测可能比真实情况低得多，因为真实的经济情况要比经济学家和公司管理层的预期要好。这种说法听上去挺像那么回事的，乍一看上去为残破不堪的分析师预测数据提供了一些借口。遗憾的是，如表 8-2 所示，事实并非如此。

表 8-2 分析师在经济扩张和衰退时的预测失误（1973～2010 年）（%）

	平均预测偏差	预测偏高	预测偏低
经济扩张期	39.2	23.3	-66.0
经济衰退期	43.9	26.0	-70.0
所有样本（1973～2010 年）	39.3	23.8	-65.1

注：1. 所有的数据都是平均值。

2. 偏差 =（真实增长 - 预测增长）/ |真实增长| ×100%

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

表 8-2 有 3 列：平均预测偏差即研究中的预测偏高和预测偏低的平均值，预测偏高（positive surprise），预测偏低（negative surprise）。预测偏差被分为经济扩张期和衰退期。最后一行显示的是扩张期和衰退期所有预测偏差的平均值。扩张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的平均预测偏差是 39.2%，与整个时期 39.3% 的平均预测偏差或衰退期的 43.9% 的平均预测偏差相差无几。此外，扩张期和衰退期的预测偏高也很相似，分别是 23.3% 和 26.0%，而预测偏低则分别是 –66.0% 和 –70.0%。

以上统计分析证明，经济状况看上去并没有放大分析师的错误，他们在经济扩张期和衰退期失误率与其他时段无异。分析结果清晰地显示分析师总是比较乐观，他们在衰退期的预测太乐观了，并且这种乐观没有在经济复苏之时或正常的时段内减少。最后的这个发现并非新发现。第 7 章列出了一系列有关研究分析师乐观性的文章，这些文章除了一篇覆盖时间太短的研究之外，所有的研究都得出了相同的结论。对投资者来说，这是一个非常重要的发现：如果分析师都普遍乐观，很多因为戴着有色眼镜来看待公司或行业而非某个事件所导致的失望就会出现，我们在第 7 章讨论过。

预测之罪 6：这意味着什么

我们发现，长期以来很多分析师预测的误差高得让人无法接受。40% 的错误率是非常可怕的，这对基金经理和个人投资者来说太高了。记住，选股人相信他们可以在 3% 的预测范围内微调，但研究显示预测的平均失误是这个范围的 13 倍。失误率达到 10% ~15% 已经无法让人从普通的公司（收益增长是 7%）或经营更一般的公司（收益增长在 4%）中间筛选出成长型股票了（收益增长超过 20%）。那么，当错误率高达 40% 以上会怎样呢？

调低公司每股收益的预期来减少大比例的失误并不能完全消除这个问题，失误率还是高于 20%。更严重的是，分析师常常犯错。图 8-2 显示，只有 30% 的分析师预测的数据落在了公告收益的 5% 波动范围内。记住，很多分析师认为这个 5% 的区间太宽了。如果预测的结果处在 5% 的区间之外，对那些依赖于精确预测的选股人来说就有大麻烦了。

不幸的是，事情并没有到此为止。机构的预测结果同样很糟糕；2010 年的最新研究（以及 1973 ~1996 年期间的一项较早期的研究）显示，那些投资者支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了最高费用、被认为预测精准的机构与那些看上去不善于预测的机构的预测精确度相差不大。如果收益预测不能精确到让人们从成长型股票中筛掉表现一般的公司，那么为什么要为“预测精准”的公司支付额外的溢价？

最后我们来查看分析师预测的另外两个问题：第一个问题是，预测的失误率不是源于经济周期，分析师预测的失误率在经济的任何阶段都很高；第二，也是最重要的方面，分析师的预测极度乐观，他们预测的失误率不仅很高，还一直趋向于高估未来收益。在这种情况下，如果你因此溢价买入了股票就很不幸。极高的预测失误率与分析师的乐观结合在一起，出现灾难的可能性就很大。我们已经知道，只要理论上非常精准的预测出现了微小的“误差”，都会造成抛售潮，其股价下跌的比例是预测误差比例的5～10倍以上。

预测失误的级别和频率，让人不得不怀疑很多根据精确调整的未来收益来选股的重要投资方法是否有效。在第2章我们看到收益预期对众多的股票估值方法来说很重要。由约翰·伯尔·威廉斯（John Burr Williams）建立起来的内在价值理论，是基于预期收益、现金流或分红来预测20年或更长时间以后的价值。投资的增长和动量流派（The growth and momentum schools of investing）同样需要精细的校准，他们通过对未来很多年的精确预测来调整应该支付的股价。复杂度越高，所需要的收益可见度越高。

如果年均预测失误率是40%，那么通过十年期的预测来获得巨额投资回报的概率看上去非常小。在这一点上有两个问题可能会被提及：第一，有效市场理论家和安卓式的分析是否会毫无误差地精确处理信息，让股价维持在应有的水平。前面给出的图表显示出分析师用于预测的信息处理过程非常不准确。以我们查看过的结果为例，如果在分析过程中各种严重错误不断出现，那还有什么可以维持市场的效率？第二，我们在过去超过30年时间里的数据中可以看到，分析师不会从自身的错误中学习。如果说理性投资者会做出即时的调整，以维持市场的效率，那为什么这一点没有实现？不幸的是，本章出现了很多黑天鹅，但为了保护有效市场假说理论，预测失误被再一次贴上“异常”的标签。这引出了另一个心理学指导原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理学指导原则 13：目前大部分证券分析要求的精准预测是分析师无法给予的。应尽量避免使用基于这类精确程度的分析方法。

预测之罪 7：我很特别

根据这些结果，我们能给出什么结论呢？如果证据非常有力，为什么大部分投资者，尤其是专家们没有意识到这一点呢[⊖]？为什么他们没有将这一点纳入各自的投资方法之中，而是不约而同地走进伏击圈里呢？为什么华尔街的人会将这些发现当做与己无关的事——简单地认为这只会影响别人，而不会影响到他们自己？很多专家相信他们自己的分析是与众不同的，因此他们自己会把握好时间点，而且会非常精准。如果出现失误，那只会是偶尔出错，或上市公司误导了他们。更彻底的研究本应避免这些错误。误差不会再出现了。

我们来分析一下，为什么这种心态会在有大量反面证据存在的情况下依然流行。这差不多像一场有趣的戏剧。这个演出阵容强大，有来自于各个领域的专家，演出很吸引人，并且有感动观众的温馨一幕（也许造就了“温暖的投资组合”）。

预测之罪 8：预测失误的原因

我们刚刚看到，尽管预测垮台得很彻底，并且持续了几十年，投资者不是没留意到预测在统计学上已经垮台，就是对其没有印象。对依赖精细计算预测的投资者很有可能得不偿失的情况，经济学家和心理学家给出了很多理由。两位专家约翰·克雷格（John Cragg）和伯顿·马尔基尔（马尔基尔在第 6 章有简单的介绍）早期曾对长期预测做了分析，其文章发表在《金融杂志》上。他们测试了 4 个非常知名的机构的收益预测，这些机构包括两个纽约市银行的信托部门、一个证券基金和一个投资咨询公司。这些机构对 185 家公司做了未来 1 ~ 5 年的预测。

⊖ “这一点”可能指的是心理学指导原则 13。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究者发现，大部分分析师的预测只是简单地将当前的趋势做了线性的类推，真实和预期的收益相关性不大。

克雷格和马尔基尔说，尽管现在的分析师可以获得更多信息，能够经常去各家公司做调研，但他们给出的预测看上去仍然像是过去趋势的延续。“令人吃惊的是，当前的研究结论是证券分析师的谨慎预测……相比过去公司的增长稍微提高了一点点。”

研究者发现，如果分析师只是简单地假设长期收益每年增长4%，那么他们的5年期预测可能会更好一点。

但另一个重要的研究结果表明，依赖于收益增长趋势的预测是不可靠的。牛津大学的伊恩·利特尔（Ian Little）教授将1962年的一篇文章的标题恰当地命名为“杂乱无章的增长”，文章显示大部分英国企业，无法通过近期的趋势预测未来。利特尔的结论让有效市场假说理论家和有效市场假说的实践者非常反感，因此他们质疑利特尔在研究中使用的方法。利特尔和善地接受了这些批评，谨慎地重做了研究，但结果仍然一样：收益看上去是随机漫步的，过去的增长率与未来的增长率根本不相关，并且目前的趋势（这一点对预测收益的证券分析师来说很重要）对未来的走势没有给出任何线索。

一系列的文章都得出相同的结论：长期来看，美国公司收益的变化是随机波动的。

比如，理查德·布雷利（Richard Brealey）查看了1945～1964年美国711家工业公司的收益变化。他也发现，收益的曲线不仅不是持续的，还被证明有轻微的逆转倾向。唯一例外是那些收益增长率非常稳定的公司，但即使是这样的公司，收益的相关性也只是略微正面。

将第二部分的研究与第一部分的研究放在一起，可以大概解释为什么分析师的预测失误如此之高。如果像克雷格和马尔基尔展示的那样，即收益是随机游走的；而利特尔和布雷利的研究也证明，收益是随机波动的，那么分析师根据过去的收益趋势来推算未来的收益，持续产生大的预测误差就毫不奇怪了。我们恰恰一直都有看到大范围的预测误差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我们再次从另一个方面看到侧重于收益预测的不安全性。这引出了另一个心理学指导原则：

心理学指导原则 14：在政策、经济、行业和竞争环境不断变化的动态经济体中，我们无法用过去的趋势预测未来。

还有其他很多经济层面的原因使得收益预测大错特错，其中一个就是哈佛大学经济学家理查德·泽克豪瑟（Richard Zeckhauser）所说的“巨额冲销理论”（the big bath theory）。在一篇由他和波士顿大学的杰伊·帕特尔（Jay Patel）以及巴黎高等商学院的弗朗索瓦·德乔治（Francois Degeorge）共同署名的文章中，给出了很多公司企图让收益表现出持续且平缓上升的证据。分析师对稳定的增长很感兴趣，而这也是管理层希望做到的。当管理层无法做到这一点时，他们就利用“巨额冲销”，冲销所有可以冲销的坏账，也许还冲销了很多不必要的东西（重新做审计），以期给出一个收益稳定增长的局面。巨额冲销可能是导致分析师预测失误的另一个无法预测的因素。

回顾这些证据，我们可以看到预测更像艺术而非科学，也像一个正在开发的领域，少有大师级的人物。如同图表直接告诉我们的，除了一些非常聪明的人以外，大部分人并不能给出可信的预测。

行为经济学：施加于分析师推荐的职业压力

有很多实际因素会直接影响分析师的预测，最重要的因素是职业压力（行为经济学将其看成代理理论的一部分[⊖]），这些可以让预测结果偏离得非常严重。前面提到的《华尔街日报》市场版编辑约翰·多夫曼在调查了大经纪公司很多年的记录之后，列出了通常作为分析师薪酬重要组成部分（奖金）的决定条件。多夫

⊖ 代理理论主要涉及企业资源的提供者与资源的使用者之间的契约关系。按照代理理论，经济资源的所有者是委托人，负责使用以及控制这些资源的经理人员是代理人。该理论声称不同的组织在某一特定的情形下，每个人想达到同一个目标的动机不同，因此这些不同的动机要区别对待。我们前面看到的杰克·格鲁曼、亨利·布洛杰特，以及其他分析师在互联网泡沫期的表现是代理理论的另一个方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼说："投资者可能会对什么不会纳入计算分析师的奖金而感到意外。利润预测的准确性？这几乎不会成为计算奖金的直接因素……分析师看好或不看好的股票的表现？在计算奖金时也起不到什么作用。" 在决定分析师薪酬的 7 个因素里，"预测的准确性" 排在最后。

最重要的是，分析师是如何被经纪公司的销售部门逼迫。分析师在互联网泡沫早期所面临的压力就很相似，这让很多分析师陷入了与部分客户产生利益冲突的境地。

很多公司对销售部门做了调查，他们会根据业务的佣金情况对分析师做出评估。在雷蒙·詹姆斯（Raymond James）公司，销售部门的评估决定了分析师 50% 的奖金。高层管理者也会查看分析师推荐的股票促成的生意量的数据，这个报告简称为 "做成的股票"。普惠公司（Paine Webber）[㊀] 会详细记录它所处理的每只股票交易的百分比，以及它研究过的股票的市场占有率与其竞争对手的市场占有率。保诚证券（Prudential Securities）[㊁] 的主管迈克尔·卡普（Michael Culp）制订了一项规定，要求分析师每个月完成 100 份合约。但是，他接着说，绝大多数分析师不会受到影响，因为他们已经完成了 135 份合约。另一家公司在计算奖金的时候，会对分析师推荐的股票进行排序。一个 "买入" 的建议值 130 点，一个 "卖出" 建议只能获得 60 点，因为 "卖出" 的建议所带来的生意不像 "买入" 建议那样多；至于预测是否精确，则对点数没有影响。我们在互联网泡沫的早期阶段也看到了这种现象。

根据《华尔街日报》的清单，排在第二位的考虑因素是进入《机构投资者》挑出的全明星队伍。我们知道，只要有分析师进入了 "队伍"，就能为公司带来巨额佣金。一位研究主管说，尽管他不认可这项调查的重要性，但 "他们会在春天拜访《机构投资者》"。也就是说，分析师会每年朝圣般地拜访机构客户，含蓄地为他们的名誉和财富做游说。"我在三四月拉票前是个孤独的人"。

㊀ 现在是瑞银的子公司。
㊁ 现在是美联证券（Wachovia Securities）的一部分。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你有没有发现这些言辞令人不安？分析师的行为肯定比互联网泡沫期要好很多，但不发出卖出报告，尽可能多地发出回报高的买入建议的诱惑很大。大多数投资者直接或间接地将其储蓄交到了那些以预测作为推荐理由的分析师手中，但预测又对他们的报酬产生很少或几乎不产生影响。不幸的是，这就是游戏规则。对投资者来说最重要的是，如果分析师的报酬基于他所能产生的最大的佣金，那么分析师所给出的建议，是他最好的建议还是只是那些能够卖出更多合约的建议？显然，这个问题没有精确的答案。但这里有一个非常好的心理学指导原则可以帮一点忙：

心理学指导原则 15：如果你对某位分析师推荐的股票感兴趣，就找出他在过去 3~5 年里发布的所有报告，然后看看这些报告如何。如果这些报告并不出色且达不到预期结果，那就赶紧走开吧。

分析师还直接面临着其他压力。在华尔街上众所周知的一件事情就是，分析师害怕做出“卖出”建议，“卖出”建议只占“买入”建议的一小部分。分析师给出“卖出”建议的那家公司在将来很有可能终止与该分析师的合作。如果他对某个行业给出了“卖出”建议，可能会与这个行业结怨，彻底失去与任何重要管理层人员面谈的机会。如果分析师是某个行业的专家，他主要的智慧成果都表现在这个领域中，那么他按下卖出的按钮就等于毁了自己的工作。

即使分析师的建议被证明很精准，给出卖出建议也可能会付出代价。20 世纪 80 年代末，詹尼－蒙哥马利－斯科特公司的一位分析师对唐纳德·特朗普（Donald Trump）的一家位于大西洋城的赌场给出了卖出建议。特朗普异常愤怒，坚持要公司解雇这位“无知”的分析师。不久之后，分析师被解雇了。当然，经纪公司说“解雇是因为其他原因”。结果这位分析师被证明是正确的，在第 11 章我们将会看到，这家赌场最后破产了。失业之后，通过仲裁小组他获得了相当于几年薪水的赔偿。但他从未因为自己出色的建议而获得奖励，实际上反而因此受伤害。

另一位分析师被当时股价高企的波士顿鸡肉（后来改名为波士顿市场）公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

禁止参加该公司的分析师见面会。他所犯的错误是，曾对这家公司给过卖出建议。“我们不欢迎你，”波士顿鸡肉的 CFO 对他说，“我们不希望你被实情所困扰。”在第 11 章透露的真实情况是，波士顿鸡肉在不久之后就破产了。一系列的研究指出，分析师发布的买入建议是卖出建议的 5 ~6 倍。很显然，职业压力对做出买入—卖出—持有的评级影响巨大。

当分析师写了公司的负面报告时，很多公司会报复这些分析师。报复的形式多种多样。保诚证券的一位分析师在 1992 年写了一系列关于花旗的负面报告。因为害怕不能再成为某些资产支持债券交易的主要承销商，保诚的一位银行家来到花旗银行，解释说这件事出在那位分析师身上。还是那位分析师，在一年之后，谴责美一银行以及其过于复杂的衍生品资产，这最终导致该银行数亿美元的资产被冲销，因此美一取消了与保诚的债券交易。巧合的是，这位分析师很快就离开了公司。基德·皮博迪公司（Kidder Peabody）的一位分析师多次对万国银行（现在改名为美国银行）给出卖出建议，结果这家银行终止了和基德公司的所有股票和债券信托账户交易。

对于在既做经纪业务又做承销业务的公司工作的分析师来说，压力更大。负面的报告是万万不能做的。所罗门兄弟给出声明说南方贝尔公司的管理层没有效率，且将其评为美国 7 家贝尔公司中的第 6 位，南方贝尔公司的管理层很不高兴。因此，所罗门虽然是最大的债券承销商，但南方贝尔在一次大型债券发行过程中仍然不让所罗门公司担任有利可图的主承销商。1994 年年底，美林的分析师下调了康赛可公司（Conseco）的股价，不久之后的一次大型债券分销中，该公司将美林拒之门外。资料显示，美邦银行（Smith Barney）认为公司的一位分析师给康宁玻璃纤维（Owens-Corning Fiberglas）做出负面评价之后，它失去了成为康宁承销商的机会。

经过专业的研究之后得出卖出建议这件事，会让在大承销商工作的分析师面临多大的职业压力呢？一项研究调查了来自于投资银行的 250 份分析报告，并将这些报告与来自于和投资银行没有关联的证券公司的 250 份报告作比较。结论是：投资银行的经纪人发布买入建议的比例高出 25%，而卖出建议则不可思议的低了 46%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上面的情形和早先看到的内容显示，分析师最重要的工作是成为经纪公司的好销售人员。分析师要做的事情是讲一个好故事，而不是讲正确的故事，其中的根本原因是佣金。优秀的销售和优秀的预测是两回事。我们已经看到“全明星”分析师选择股票的表现远远低于大市的例子。另一个例子就是全明星们致力讨好大基金经理的表现，也一直低于平均水平。

分析师被迫在报告中给出一些更细的划分，但其实都是在说卖出，比如不足、轻微上升、高估、全面反映实价、高估、资金来源、交换和持有，甚至是强烈的持有。瑞银证券前分析师彼得·赛瑞斯（Peter Siris）在几十年前总结说：“那是一场游戏。大部分人不会被分析师的说辞而愚弄，因为他们知道大部分情况下分析师都是骗子。但对于有些可怜的投资者，需要有人告诉他们——你已经被警告了！”

经纪公司不关注精确的预测，而分析师也不会因为预测而受到惩罚。并且公司可能被它们的承销客户施压而不能给这些客户的股票以卖出的建议，就我所知，没有一位分析师因为写了一份非常乐观的报告而受到训斥。

预测之罪9：心理因素在决策上的影响

在前一章，我们知道股市之外的很多领域的专家预测也严重地偏离基准。在股市中，分析师随身携带可以运行电子表格软件的笔记本电脑，查看股票报价、接收传真，甚至使用大量的数据库。回到公司总部，他的数据输入能力更是大增。就如同摩根的一位分析师所说的，从银行的49家子公司的数据库中提取出有效的信息无异于大海捞针。“获得的数据越多，可以得到的信息就越少。”他抱怨到。他的直觉与心理学发现不谋而合。心理学的研究已经证实，增加信息并不能提高预测的精确度。认知心理学的大量研究表明，人类对未来的判断通常是错误的。过度自信不仅仅出现在分析师身上。人们在不确定的情况下通常会高估其可获得的信息的价值，通常他们认为自己的正确性比真实的情况要高。

这些发现适用于其他很多领域。认知心理学的研究发现，人们很难预测某一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位心理学家是否是优秀的诊断专家。另外，没有什么机械的预测模型能持续用来提高判断力。研究得出的结论是，解决问题的唯一方式是查看诊断专家过去较长一段时间里的记录。

研究者也表明人们会对自己的答案抱有很高的信心，就算他们知道自己的“命中率”并不高，这种现象被称为“有效性幻觉”（illusion of validity），这个现象在前面也提到过。这也帮助我们解释了，尽管存在有力的反面证据，但分析师仍然认为自己可以精确地预测。人们会从不完整和错误的数据中得出有信心的预测。在此，股票预测者的教训应该是极其深刻的。

预测之罪 10：局内人和局外人

丹尼尔·卡尼曼在过去几十年里与阿莫斯·特沃斯基合作发表了很多重量级的学术论文，这次他与丹·洛瓦洛（Dan Lovallo）合作完成了一个课题。

预测者“极度倾向于”将每个问题都当做特例而不关注历史。认知心理学注意到有两种完全不同的预测方法。第一种叫做“内部观点”，这种方法多被用于预测收益估值和股价。分析师或股票预测人员关注股票的整体性和诸如增长率、市场占用率、产品开发、整体的市场、经济展望等一系列变量。

而“外部观点”忽视了那些形成个人预测的多重因素，取而代之的是将重点放在观点相似的群体性因素。将收益预测作为例子：以总体收益估计如何之精准、特定行业或公司自身的收益估计之精准来判断分析师对未来预测的准确性和可靠性都是不可取的。

如果股票市场能够成功运用内部观点进行预测，那么必然能够找到预测未来的决定性因素。相反，外部观点基本上是统计的且具有可比性，它并没有尝试从细节上去解读未来。

卡尼曼用一个故事来论述这两种观点的差异。20 世纪 70 年代中期，他参与了一项开发面向以色列高中的关于不确定情况下的判定及决策的课程。在项目运行一年并已取得重大进展时，他们对还需要多久才能完成该项目展开了讨论。项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目组的每个人，包括卡尼曼都给出了预测，预测的时间从18个月到30个月不等。卡尼曼随后请他的一位同事，该课题组的专家，回想以前所做的是否有与该项目相似时间进程及进展的项目。“那些项目耗费了多少时间呢？”卡尼曼问。

经过思考，该专家明显不悦地回复说，大约40%的项目都没有完成。他说：“我不认为这其中的任何一个项目可以在7年内完成，但也不可能超过10年。”卡尼曼又问，这些项目的监管者有没有试着找出存在的问题。“没有。”专家回答说，“实际上从所拥有的资源与潜力的水平来看，我们低于平均水平。”相对于卡尼曼经验性的外部观点，课题组专家仅仅是受到内部观点的影响。㊀

很显然，内部观点和外部观点利用了截然不同的信息资源，并且其过程相背离。外部观点忽视了很多所从事的项目的细节（分析的基准是内部观点）且没有试着去预测项目的未来产出。取而代之的是，它关注项目已完成部分的统计数据，并依此去判定剩余部分的成败。这之间根本的差别是：在运用外部观点时，一个问题并没有被看做独一无二的，而是被视为千万个相似问题中的一个。外部观点可被应用于我们已知的问题，包括课程设定、医学、精神或司法判定以及收入或未来股价的预测。

按照卡尼曼的观点，“很明显，当这两种观点用于知识和技能时，外部观点更有可能形成实际的估计。总的来说，旷日持久且高度复杂的项目，不容易从细节上去预测”。当数以百计的市场因素相互影响时，可能形成的结果数量是无穷的。即使每种可能性均可预测，但任何一种特定情况都是微不足道的。这恰恰就是分析师试着去完成的单一且精确的预测。

预测之罪11：预测者的诅咒

回到分析师朋友的讨论，来看看他们依据内部观点预测成功的可能性。表8-3清晰地显示，他们在短期间内的预测结果，成功概率非常之小，这意味着

㊀ 根据卡尼曼的记录，在讨论之后，经过了8年多时间，该项目才完成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过精确预测来持续挣钱的可能性微乎其微。

表 8-3　股票的申报收益与预测收益相差大于 5% 的存活概率（1973～2010 年）

	任何预测偏离	预测偏低	预测偏高
连续 1 个季度	30%	66%	62%
连续 4 个季度	1/132	1/5	1/7
连续 10 个季度	1/199 000	1/62	1/113
连续 20 个季度	1/40billion	1/3 800	1/12 800

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

前面已经知道，市场对预测的要求，差异通常不能超过 3%。但根据前面对分析师预测的研究，表 8-3 显示预测与实际收益之间的差落在 5% 的范围内的概率也是很小的。尤其要记住，每季度只有 30% 的预测达到了这项目标。

表 8-3 显示了分析师在 1 个季度、4 个季度、10 个季度、20 个季度内达成该目标的概率。第 1 列为所有的收益预期，第 2 列为预测偏低，第 3 列为预测偏高。预测并不可靠。这种概率对依赖于精确微调的收益预测的投资者极度不利。

分析师在任何连续的 4 个季度中的平均预测能够控制在 5% 以内的机会概率只有 1/132。延长预测期时间会让概率急剧下降。在任何 10 个连续的季度中，在对公司的预测恰好在 5% 的范围的可能性将会降到 1/199 000，而在 20 个连续季度中，该指标降到 400 亿分之一。我们别去计算这些了，因为 20 年甚至更久的连续季度，可能性将突破 1 万亿分之一。然而，这正是绝大部分投资者在华尔街所使用的预测技巧。并且，确实，这恰恰也是有效市场假说的理论家所说的保持市场高效运转的原因。这两点都有明显的错误：市场中操作的人并不愿相信，预测的准确性如此低；理论家对证券分析时的主要工具的糟糕程度一无所知。警钟该为这两类人而鸣。

考虑这方方面面，你成为纽约彩票最大的赢家的概率将会是在未来的五年内每个季度预测精确收益的概率的 777 倍。面对这样的概率，尽管仍然很少有人会往彩票里砸进 2 美元，但是不管什么时候都有数以百万计的投资者反而会在市场中投下巨大赌注。

有人会说："谁会关心真实收益高于预测呢？实际上，我拍手赞成。"这很公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平。因此我们会问：避免在连续 10 ~ 20 个季度里出现低于真实收益水平 5% 的负面预测的概率有多大呢？"非常小"。投资者在 4 个连续的季度预测中没有出现 5% 以上的负面收益预测的概率只有 1/5。10 个季度以后，没有收到负面收益预期的概率下降到 1/62，20 个季度后，这个概率是 1/3 800。

然而，正如我们知道的，预测常常不得不覆盖未来 10 年期甚至更长的时间，这样才能符合许多成长型公司在交易中的高价。如果 5 年预期的精确性与实际情况差距太大，那么 10 年或者 15 年的预期呢？许多极其昂贵的成长型股票必须给出 10 年期或者 15 年期的预测，才能符合它们的现价。

试想：任何人都不会尝试打败这些概率吗？然而，正如我们所知，大部分人都是基于精确的预测来玩投资游戏。如果有这样的路可走的话，那些了解这种情况的投资者很显然不会放过这个机会，这也是我们在下一篇将看到的内容。

这里，我们看到了一个利用内部观点而不是外部观点的典型案例。以上证据都强烈支持卡尼曼的观点，即外部观点更容易获得真实的结果。然而，就像卡尼曼所说："内部观点在做预测时非常受青睐。"

在市场上，外部观点并没有给投资者自身能够控制且能运用其专业能力获得超水准回馈的信心。当然，它也没有给出大部分客户喜爱的很多激动人心或者好的"战争故事"。尽管在上一章中，我们看到指数基金长期来看轻松打败了大部分证券基金，而前者正是架构在外部观点的基础上，外部观点的采用频率要远远低于内部观点。能够获得更优厚回报的逆向投资战略也来自于外部观点，这点将会在下一章看到。

另一个心理学指导原则放在这里十分恰当：

心理学指导原则 16：长期来看，外部观点通常能提供更优厚的回报。为了最大化你的回报，购买那些能提供此类方法的投资标的。

看到上面的数字有人会反问："为什么会是这样？"答案也是心理层面的。决策者解决问题的自然而然的方法，是将其所知道的知识集中在这项任务上，尤其是关注问题的独有性。卡尼曼解释到，自负就是当预测者意识到诸如前述的调查结果时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们仍然要使用内部观点，忽略外部观点，而不顾统计数据的强大力量。

通常，外部观点的相关性被明确否定了。我提到的分析师和基金经理对于高错误率都不屑一顾。总之，他们忽略了预测记录，因为他们受到的教育让他们相信，如果处理得当，投资结果将与他们所要求的准确结果一致。分析师和基金经理并没有认识到预测带来的问题。

在华尔街，这种情况并不唯一。实际上，外部观点中固有的统计计算的相关性常被明确地否定。医生和律师常常争辩不适用于计算统计概率的特别案例，有时他们对内部观点的喜爱已经到了道德层面。因此，专家会说："我的客户（或者病人）并不是一个统计数字，他的案例是唯一的。"许多规律明确告诉了实践者，内部观点是抓住他们所遇见的问题唯一专业的途径。作为与肤浅的相似案例做粗糙类比的外部观点被搁置一边了。

基于互联网技术，许多分析师会说，如果不给诸如谷歌这样价格飞涨的公司的收益做预测，对现有的持股者和潜在的客户是不公平的。可惜的是，迅猛的技术变革和伴随的收益快速增长，使得其预测的过程比多数普通的公司更加困难。

预测之罪 12：分析师的过度自信

预测变得越来越多。我们总结一下最近的案例，以免你认为在 21 世纪我们可以开始更好地理解这些问题。

过度乐观的错误发生在企业资本开支中似乎已经成为一种常态，尤其是在涉及新的技术或者碰到不熟悉的项目时。几年前，兰德公司调查了能源领域新设备类型的成本。情况是实际的建设成本是原始预测值的两倍，而且 80% 的项目并不能取得规划中的市场份额。

检测这类失败原因的心理学研究表明，绝大部分公司要求考虑资本支出项目会出现的最糟糕的情形。"但是，对最糟糕情形的预测仍会过于乐观。当经理在查看可能负面情况时，他们会大致描述了一个谨慎的、悲观的未来而不是最糟糕的未来。"

过度乐观是由内部观点而非外部观点造成的。一个鲜明的案例展示了大银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行、投资银行家、美联储和财政部贯穿金融危机始末的行为。当金融系统在2006年年底和2007年年初开始瓦解时，这些大研究机构发布了各种重拾信心的言论，意思都是在说：它们只是受了点小伤。这些言论得到了美联储主席伯南克、财政部长保尔森以及几十位资深官员的支持。

在外部，成千上万与房产泡沫和房产过剩相关的故事，由许多敏锐的观察者在泡沫出现的两三年前就发表在媒体上，其中包括诺贝尔经济学奖获得者保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）和《纽约时报》普利策奖得主格蕾琴·摩根森（Gretchen Morgenson）。但他们的言论被美联储和政府高级官员所忽略。

到了2007年和2008年，情况变得更加糟糕，银行和投资银行均对有害的抵押投资组合的价值继续持过度乐观的态度。他们实际上极大低估了到2008年春季财产的损失，即使次贷抵押行业和许多对冲基金在几个月前就已经崩塌，伴随许多企业的倒闭。当银行和银行投资者认识到他们生存在危险之中时，现实被打破了，很多调低股份账面价值的事情发生了。当然，这时已经太迟了。

以下是你可以遵循的、非常好的心理学指导原则：

心理学指导原则17：客观看待投资的下滑；设想那些比你预期更严重的最糟糕的情况。

在本章，我们探讨了分析师预测的显著错误，这些错误如此巨大，以至于使得多数现有的投资方法都无效。我们同样看到，即使几十年来大家已经认识到预测的高失误率，然而，那些虔诚地依赖于预测的分析师和投资者一点都没有改变他们的投资方法。

对于分析师和市场预测者来说，这个问题并非特有。我们已经了解到在许多信息不透明的领域，这是普遍存在的，单认识到这个问题就已经很困难了，更别提改变了。最后，我们发现在股票市场内外，超级乐观的心态已经成为了专业预测的重要部分。

现在的问题是，对此我们可以做什么？答案是，我们需要转移到一个更好的投资范式，这个范式完全不依赖于有效市场理论，也不依赖于证券分析师对公司收益的预测和估值。其他更好的途径当然是有的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章
Chapter9

不速之客与神经经济学

历史充满了不可预期的警示和可怕的突发事件。大约100年前的1915年，德国大使馆在《纽约时报》上刊登了一则广告，警告美国民众德军可能会用鱼雷袭击远洋邮轮。当时美国并未参战（第一次世界大战）。实际上，伍德罗·威尔逊总统后来在“让我们远离战争”的宣传口号下赢得了连任。英国邮轮“露西塔尼亚”号离开纽约开往英国利物浦，船上除了大部分的美国乘客，还装运了173吨支援英军的枪支弹药和军需物资。德国潜艇在爱尔兰南部海岸攻击了这条船，造成船上1 198人死亡，其中有114名美国人。尽管按照国际法，这艘船在战时属于被攻击的合法目标，但仍然激起了民众对这一“突发事件”的震怒，美国因此站在了英国一方，加入了第一次世界大战。

26年之后，美国再一次震怒，这一次是珍珠港事件。日本人偷袭了夏威夷海军基地，将美国人拉入第二次世界大战。几十年之后，有确凿证据表明，当时关于日本海军的作战企图已经有大量的示警信号（有意思的是，看上去很多美军领导人似乎认为“胆小”的日本人不可能发动这样一次进攻）。这次突发事件把仍处于大萧条中，到处是民众运动、无政府状态等思潮的美国激发和团结起来。从历史上得知，大约23年之后，林登·约翰逊总统带给美国民众另一个出人意料的惊讶。为了得到民众对逐步升级的越战的支持，1964年他夸大了一起美国巡洋舰在金兰湾遇袭的报告，北越的鱼雷艇未预警就攻击了美舰“梅铎斯号”（很少有人知道此前一天美军指示韩国海军秘密突袭了靠近北越的岛屿，也没有人知道这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艘美舰当时是在执行情报任务）。面对这一突发事件，美国国会立即同意了总统获得战争授权的要求，签发了随时可以开战的空白支票。

毫不奇怪，国会对该授权引发的后果在事后反悔了，这和投资者在市场突发事件时的反应一样。爱国主义情绪把更理性的考虑挡在了一边，是的，这就是情绪阴影（shades of affect）产生的巨大影响。正如历史证实的那样，警示信号在事件发生时未必能看得清楚，但是突发的政治事件肯定会引发公务人员和一般公众的过度反应。

在市场上，投资者对突发事件做出回应的方式一般也是可以预期的。仅以21世纪初为例，2000~2001年安然倒闭之后，紧接着是2002年的世通事件和2008年的麦道夫案，导致股市剧烈震荡。2010年5月6日，道琼斯工业指数在几分钟内下跌了600多点，日内波幅超过了1 000点，创出了股市有史以来第二大跌幅，导致了市场不信任情绪大爆发。在写作本书的时候，美国证券交易委员会和商品期货交易委员会还未采取防范此类突发暴跌的对策，监管机构的不作为打消了投资者的幻想，他们从股市中大量撤走资金，转投到收益率几乎为零的债券市场。

这就是华尔街上的突发事件的情形。这些事件不断改变着我们对持有债券、股票或者黄金的看法。在股票市场上，对公司盈利预测和股价也存在同样的情况。对于突发事件，市场总会加以调整适应，要么看涨，要么看跌：这就是你日常听到的投资信息的版本。当然，引发市场恐慌的关键人物，就是上一章提到的证券分析师，他们对未来可能发生的预言，带来了市场动荡。颇具讽刺意味的是，人们总是过度高估自己的预言能力，正是详尽具体却很少能与实际情况相符的预测，制造了股票市场上主要的收益异动事件。

本章首先主要讨论突发意外的各种表现和模式，随后将引入一个较新的科学领域，即“神经经济学”（neuroeconomics），它打破了许多传统学科的边界，这一领域融合了神经科学、心理学和经济学，分析人们如何进行决策。它依靠先进的监控技术，分析人类大脑的内部活动，研究当人们在评估决策、做风险收益分类以及人们之间互动时大脑发生的变化。简言之，其中一项目标是对认知心理学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的重大发现做出基于生物学的理解和确认，其研究成果经常“出人意料”！

意外和市场

该再想想买股票的事了吧？也许是吧。但是，远比这个更重要的是，应该重新研究盈利波动的完整机制，不是简单地从个案角度，而是将研究建立在可信的统计基础之上。是的，盈警对一般民众和投资者都产生了巨大的影响，但这只是硬币的一个面，还有更给力的另一面：盈喜令我们开心愉悦，并使投资组合增值。本章将讨论盈利波动。尽管我们看到，这类情况频繁发生，但也并不意味一定会成为令人忧虑的事件。更有可能是相反的结果：如果你知道自己想要什么东西，这类事件反而会带给你开心的日子。我们将会看到，盈利波动对股票价格具有一致的、可预期的影响，你可以善加利用。

具体地说，对喜欢和厌恶它的人而言，盈利波动对股价的影响是截然不同的。重要的是，神经经济学快速发展的新领域采用了脑部扫描技术，研究人类对意外事件产生的主要情绪反应，并对我们看到的情况给出了可靠的解释。理解意外事件的本质，为打败市场提供了成功可能性高的方法。

成长不惧价高

对于快速成长股或首次上市的股票来说，不存在价格太高的问题。投资者不断充当出头的椽子，并不断遭受“出头的椽子——先烂”的不利局面。尽管如此，我们可以看到，强大的心理力量推动人们去做傻事，却不让他们去分析自己为何会犯这样的错误。

正如所料，这类情况多发生在较大的公司身上。投资者相信自己可以对各种公司的未来经营情况做出预测。他们对“最好的”股票抱有很高期望，对预期将会实现抱有很大信心。类似的，他们对那些看上去不太好或前景一般的股票的期望值较低，同样相信自己对那些落后股票的预测也会实现。在前一章已经看到他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的预测值实际上是多么离谱。

具有最佳前景、最快成长速度和最引人注目的概念的公司，往往交易价格与收益、现金流和净资产的比率很高（即三高：高市盈率、高股价现金流比率、高市净率），而且几乎都是分红很少或者不分红。反之，前景预期差的公司的股票以低市盈率、低股价现金流比率和低市净率交易，但是股息率总是比较高。[⊖]

正如第 2 章所言，投资者愿意为自己喜欢的股票支付的价格总是比那些不中意的股票高很多。比如投资者在互联网泡沫被刺破之前，乐意以 100 多倍的市盈率购买 eToys 的股票，而对摩根大通银行则几乎没有兴趣。投资者支付的价格差距如此之大，正是来自对自己精确预测未来的能力抱有很强的信心。让我们看看稍后发生了什么？意外！他们的预测与事实相距甚远。

意外：我们的研究结果

为了找出分析师出错时股价的反应，我和艾里克·鲁福金（Eric Lufkin）、弗拉基米尔·伊列瓦（Vladimira Ilieva）、纳尔逊·伍达德（Nelson Woodard）、米切尔·斯特恩（Mitchell Stern）和迈克尔·柏瑞（Michael Berry）等几位博士做了一系列的研究，最新的成果覆盖了直到 2010 年共 38 年的收盘价。为了保持一致，我们用与前一章用于计算分析师预测误差的方法，分析了同样一组分析师的各次预测。

我们测量对投资者来说至关重要的一组因素。首先，分析师的预测失误对股价产生了什么影响？其二，同样重要的是，收益异动对投资者喜欢和不中意的股票是否具有同样的影响？股票在高价位运行的原因是分析师对其未来业绩很有信心，其中可能掺杂着过度乐观的因素。对于那些投资者不待见的股票，收益异动对股价的影响是否一样呢？第三，我们想了解投资者对分析师预测的期望值有多高。为了解决上述问题，我们测量了意外引发的极小幅度的波动，即在每个收益

⊖ 想知道哪里可以找到公司的市盈率、市净率、股价现金流比和股息率，请见第 12 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异动发生时的股票每一美分的价格变动。

为了回答这三个问题，我们根据投资者对公司未来预期的好差对股票进行分类分析，使用了三种不同的估值方法：市盈率（PE）、价格与股价现金流比率（P/CF）[㊀]和市净率（PB）。三个比率越大，则股票越受投资者追捧，投资者愿意支付的价格越高。我们把 1973 ~ 2010 年间跟踪的股票的季度价格，严格按三个比率的大小分成三组。具有最高 PE 的 20% 的股票，放在“顶级 PE 组”（称为一个区位），另外 60% 的股票划入“中等 PE 组”，剩余 20% 的股票划入“低 PE 组”。然后我们计算从 1973 年第一季度到 2010 年第四季度，盈利波动给每组股票带来的影响，这项研究的时间跨度长达 38 年。

这项研究使用了 Compustat 数据库中 1 500 家大型公司每年 4 个季度的财务数据，在共计 152 个季度的数据分析中，大约涉及了 750 ~ 1 000 家最大的公司。

历史数据透出规律

接下来我们设定一个基准，用于衡量收益异动带来的结果。如上一章所示，计算出一组分析师对同一只股票预测收益的平均值，依此对收益异动的影响进行测量。对收益异动的测量是基于实际收益，因此与收益是增长还是下跌无关。比如，如果公司报告了每股亏损 80 美分，而华尔街预测的是每股 1 美元的亏损，就称为“正面的意外”（positive surprise）[㊁]，用 20 美分除以公布的 80 美分，即 25%。

那么收益意义对冷、热门股票的影响是否一样呢？为了找到答案，我们将检查所有的意外事件，看看对高 PE、中等 PE 和低 PE 三组，正面的意外和负面的意外（negative surprise）的综合效应，结果显示在图 9-1、图 9-2 和图 9-3 中。其

㊀ 也简称为现金流比率。——译者注

㊁ 所谓正面的意外包括两种收益异动情形，一种是虽然是盈警，但亏损低于预期，另一种是盈喜，实际结果达到或超过预期。相应地，负面的意外也包括两种收益异动情形，其一是盈警，亏损不低于预期，另一种是虽然是盈喜，但收益增加幅度低于预期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，20%最不受欢迎的股票的 PE（见图 9-1）、P/CF（见图 9-2）和 PB（见图 9-3）用黑色条表示，60%中等受欢迎的股票用灰色条表示，20%最受欢迎的股票用白色条表示。三个图计算了 150 个季度回报超过和低于市场的比例。

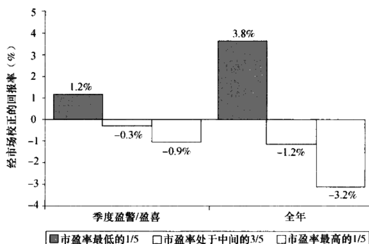


图 9-1 市盈率，所有收益异动（Compustat 1500，1973～2010 年）

注：1. 0% = 市场回报率（季度回报 3.5%，年度回报 14.8%）

2. 所有数字都经过市场校正。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

市场回报水平[⊖]标示在图上纵轴的零位。收益异动带来的回报应该与每期市场回报相加，得出总回报。例如，如果左边的柱显示 1%正回报，意指该股收益高于 3 个月的市场平均回报 1%，而市场提供了每季度平均 3.5%的回报，因此季度总回报就是 4.5%。如果该股比全年收益高 1%，如图所示，全年回报率为 14.8%，再加上额外的 1%，那么在研究时段中，全年的平均总回报为 15.8%。如果季度回报是负的 3%，即指低于市场回报 3%。这种图表易于看出收益异动对每组股票产生的影响。

这三个图显示了收益异动效应，是基于公布的季度收益计算出来的，这个数据通常可以在发生收益异动的下一季度取得，因此我们也把后边这个季度称为

⊖ 市场回报在每幅图的底部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“意外季”（surprise quarter）[⊖]。在三幅图的左边显示的是盈喜/盈警消息公布季度的市场影响，右边表示的是一年后的影响。

很容易看到，所有的收益异动（无论是正面的还是负面的）对不受欢迎的那组股票的帮助都比受欢迎那组股票更大。在图 9-1 中，在整个研究期内，收益异动在消息公布季度给不受欢迎的股票带来比市场水平高出 1.2% 的回报，相当于研究期间其高出市场回报的大约 1/3。

更显著的是意外季之后的影响，这种有利影响会延续到全年。收益异动带给不受欢迎组（低 PE 组）的年均回报要比市场水平高 3.8%。这意味着在研究期内，年回报率要比市场水平高出 26%，即在意外季的回报率又放大了 3 倍。作为对比，正如图 9-1 所示，最受欢迎的 20% 的高 PE 股票，当季的回报率几乎比市场水平低了 10%，在整个研究期内，年均回报率扩大到负的 3.2%，差不多比市场回报低了 25% 左右。

正如预期，60% 的股票构成的中间一组的影响似乎并不明显。这类股票通常不会被高估或低估太多。如图 9-1 所示，这组股票在“意外季”的回报为负的 0.3%，一年后的影响也很小（大约为负的 1.2%）。

然而，收益异动对热捧和冷门股票的影响的差异是巨大的，而且随着时间推移变得更大。“最冷”股票在“意外季”跑赢了“最热”股票 2.1%，之后稳步扩大到 7%（当年），也就是市场回报的大约 50%。

总结一下，图 9-1 揭示了收益异动对于不同 PE 组的回报的影响是不同的：可以让不受欢迎的低 PE 组股票显著获益，令受欢迎的高 PE 组股票受损，而对中间组的股票影响不大。那么出现收益异动时，用价格与股价现金流比率和市净率分组的股票的影响是怎样的呢？

差异中的共性

图 9-2 显示了收益异动对股价现金流比率的影响。从季度和全年比较上看，

⊖ 请留意“意外季”是指盈喜/盈警消息公布季度之后的那个季度。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论和图 9-1 完全一样。股价现金流比率最低的一组依然远远跑赢市场。类似地，20% 的股价现金流比率高的那组股票，无论在意外季还是在全年，都明显跑输市场，而股价现金流比率处于中间的那组几乎没受到多大影响。通过这个对比，再次显示了由证券分析师的预测和实际收益不符带来的意外[⊖]对冷门股是有利的，而对热门股较不利。

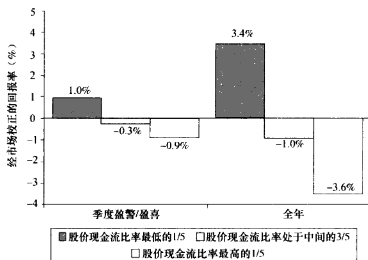


图 9-2　股价现金流比率，所有收益异动（Compustat 1500，1973～2010 年）

注：1. 0% = 市场回报率（季度回报 3. 5%，年度回报 14. 8%）
　2. 所有数字都经过市场校正。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

图 9-3 显示了意外对市净率的影响。记住，市净率越高，表明股票越受投资者追捧，反之，则不受投资者欢迎。我们再一次看到了相似的结果。热门股在意外季跑输大市（－0. 7%），全年则更逊色（－2. 8%）。冷门的股票当季跑赢大市（0. 7%），全年则更优（2. 9%）。

⊖ 本书所说的收益意外指的是由于投资者对证券分析师的盈利预测有预期，而上市公司实际公布的收益数据与预期不一致，令投资者感到意外。后面出现的“收益意外”和全文出现的“收益异动”、“盈喜/盈警”都是指这种情况。所谓波动，即指预测与实际值之间的不一致，会根据上下文便于理解的需要采用不同的说法。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

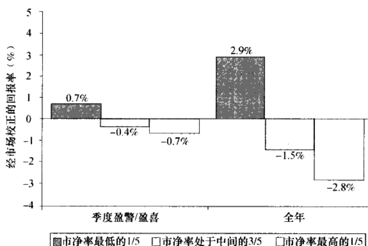


图 9-3 市净率，所有收益异动（Compustat 1500，1973～2010 年）

注：1.0% = 市场回报率（季度回报 3.5%，年度回报 14.2%）

2. 所有数字都经过市场校正。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

市净率处于中间的那组股票受到收益异动的影响依然很小。值得关注的是，无论采用哪个指标，冷门的股票在三项指标的比较中都表现最好。这给我们指出了一条在股票市场赚钱的路径。收益异动事件，无论是正面还是负面的，对热门股和冷门股的影响都是非常不同的，它总是让冷门的股票跑赢市场，而让热门股表现低于市场平均水平。这到底是什么原因呢？我们可以从下面这条心理学指导原则中找到答案：

心理学指导原则 18：收益异动事件有助于提高冷门股票的表现，但对热门股的收益回报是负面的，这种差异很明显。为了提高投资组合的表现，可以通过选择冷门的股票，从分析师的预测失误中获益。

反之，如果购买热门股就会赔钱。会损失多少钱呢？意外效应的影响是相当大的，我将在后面讨论这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正面意外的影响

前一节讨论的是三个指标的收益意外时的情况，本节将分开讨论，首先是看正面意外（正面意外包括两种收益异动情形，一种是虽然是盈警，但亏损低于预期，另一种是盈喜，实际结果达到或超过预期。本节指的是后一种情形）在三个指标上的影响。

先看图 9-4，是正面意外在低市盈率股、中等市盈率股、高市盈率股的表现。可以看到，冷门股的表现有了明显改善。在意外季，它们跑赢了市场平均 2.6%，即 75%。而在全年，冷门股在我们研究的时段（1973～2010 年）跑赢了市场整整 6.7%，回报率为 21.5%。你再想想，自从 20 世纪 20 年代起，股票的年均收益是 9.9%。拥有冷门股，借助正面意外效应，会给你带来几乎是市场 2 倍的收益。我们稍后会分析这个令人惊讶结果背后的原因。

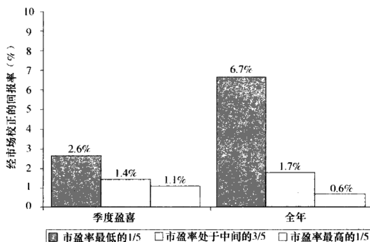


图 9-4 市盈率，盈喜（Compustat 1500，1973～2010 年）

注：1. 0% = 市场回报率（季度回报 3.5%，年度回报 14.2%）

2. 所有数字都经过市场校正。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正面意外对中间组的股票也有明显且微妙的影响。这一组在意外季跑赢了市场 1.4%，但在之后的 9 个月里，收益几乎很少再有变化，股价没有持续上升。正面意外对价格的冲击是温和的，这可能是由于它们很少被低估或高估。

最后看看正面意外对热门股的影响。在意外季，这组股票只跑赢了市场 1.1%，而在之后它们的表现每况愈下，和冷门股的表现大相径庭，这个小小增幅在随后的 9 个月里竟然又减少了大约一半。

尽管图中没有显示出来，但是按照股价现金流比率和市净率划分的冷门股，在正面意外情况下的表现也是相近的。都是在意外季和全年大幅跑赢市场，击败了热门股票组。中间组的表现也和图中显示的情况相似。

为什么在意外季，正面意外只会给热门股带来温和增长呢？既然证券分析师和投资者都相信他们可以提前一年准确地判断哪些股票将会胜出，然而，正面意外除了证实他们的预期之外，并未带来更大的变化。那些最热门的公司预期获得快速增长的收入、市场份额和利润，所以到全年结束时，预期实现，意外效应已变得很小了。我们很快会看到，一些近期的神经经济学研究成果，解释了为什么对热门、冷门、中间三类股票会有这样的效应。

无论用哪种指标来测量，投资者对冷门股的正面意外的反应是完全不同的。那些被认为是最不受欢迎的 20% 的股票，因为它们被认为会继续成为“弃儿”，成为投资界不受重视的角色，投资者认为它们几乎没有价值。对这些股票来说，一个正面的收益异动会被当做一件大事，引起投资者的关注。也许他们会想想，这些公司或许不像分析师和投资者认为的那么差劲。这些冷门股的价格因而不会只在意外季上升，之后再下跌，这和那些热门股的表现不一样。相反，它们在当季之后的全年里，会持续稳步上升。

我们已经目睹了三个不同组别在三种测量指标下遭遇收益异动后三种不同反应。尽管如此，就像天气一样，不是每一天都会阳光灿烂，也不会每一天都有好消息。负面意外事件，一般会让投资者不寒而栗，这是需要我们检视的硬币的另一面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负面意外的影响

图 9-5 和图 9-6 分别从股价现金流比率和市盈率的角度，检视负面意外对热门、冷门和中间三组股票的影响。冷门股依然不费吹灰之力成为胜者。让我们先看股价现金流比率的影响（见图 9-5）。对于最不受欢迎的 20% 的股票来说，负面意外[⊖]所产生的影响最小，在意外季，这组股票的表现只低于市场平均水平 0.3%。更有甚者，市场毫不理会这种影响，在年底时会跑赢市场 1.3%（市盈率的结果与此类似，但未做出图示）。

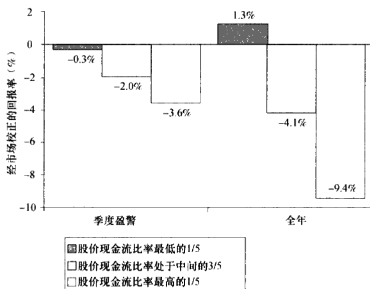


图 9-5 股价现金流比率，盈警（Compustat 1500，1973 ~ 2010 年）

注：1. 0% = 市场回报率（季度回报 3.5%，年度回报 14.8%）

2. 所有数字都经过市场校正。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

⊖ 本节的负面意外专指“盈警”，且实际结果可能比预期更差。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

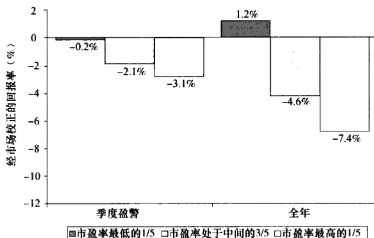


图 9-6 市盈率，盈警（Compustat 1500，1973～2010 年）

注：1. 0% = 市场回报率（季度回报 3.5%，年度回报 14.2%）

2. 所有数字都经过市场校正。

Source：© David Dreman，2011 Data Sources：Compustat North American data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

对于冷门股而言，负面意外就像是用水沾湿鸭子背上的羽毛，投资者对自己认为是差劲股票的期望值很低，当坏消息出现时，他们的眼睛眨都不眨。结果是，负面意外在意外季算不上是个大事件，在随后的 9 个月里也不被关注。

然而，对于热门股来说，投资者的期望甚高，毕竟他们很有信心，甚至过分自信地认为自己可以准确地预测出一只好股票的未来。这些股票被认为不会让人失望，人们正是基于这个理由，才为其支付了最高价格。因此当坏消息袭来的时候，结果将是毁灭性的。

图 9-5 显示了按股价现金流比率划分的热门股在负面意外时的表现。在投资者知悉坏消息的那个季度，股价平均跑输了市场 3.6%，这是冷门股在同样情况下的 12 倍。更糟糕的是，冷门股在之后的 9 个月里能跑赢市场，而热门股的表现会变得更差，到年末时，已经跑输了市场 9.4%。在我们研究的 38 年里，受到负面意外冲击的热门股的回报比市场年均水平的 14.8% 要低 64%！在图 9-5 中也可以看到，在遭受负面意外的年份，冷门股的表现要比热门股高出 10.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图9-6显示按市盈率划分的股票在负面意外时的类似结果。在意外季，热门股出现大跌，之后9个月仍会大幅下挫。

我们如何理解这些数据？很明显，当那些好公司带来令人失望的消息时，投资者会受到意外挫折，哪怕失望与预期的差距并不大。你可能还记得我们特意使用了很小的预测误差（用美分进行计算），来分析预测值的精确度应该有多高。对于高度透明的股票和一般的名义预测误差情况，此时收益预测的精度并没有很大用处。然而，正如我们看到的，高精度的收益预测仍在当今证券分析领域占据重要地位。飞行员不会在飞行中使用GPS定位，那样只能达到距离目的地附近数百英里的精度，但他却对使用同样精度的“金融GPS”没有任何不适。

我们在前一章看到（见表8-3），避免负面意外的概率在10个季度中是1/62，在20个季度中是1/3 800。目前的研究发现，投资者对热门股遭受负面意外时的容忍度要远低于此。考虑到负面意外对热门股的毁灭性打击，没有人希望看到这种事情发生。

另外，我们在前一章中看到，从整体上讲，证券分析师对自己的预测过度自信。分析师的过度乐观和显著的预测失误（在一项有代表性的研究中给出的年度误差是9%）的结合，对购买热门股的人来说，打击是致命的。

最后，图9-5和图9-6显示的结果正如所料：负面意外对中间组的影响超过了低股价现金流比率组，但远小于高股价现金流比率组，这在意外季和在当年都是如此。但是在正面意外时，中间组的出色表现基本抵消了这种影响。图9-1、图9-2和图9-3显示了相似的结果。本章图示的结果，在统计上都是显著的。

触发型事件效应

无论使用哪种估值方法，当冷门股的收益超过分析师的预期时，都会引起轰动和关注。同样，对用市盈率或股价现金流比率划分的20%的那些热门股，如果分析师给出了过度乐观的预测，而实际业绩大幅下挫，也会产生同样的轰动效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的研究表明，热门股的过高估值和冷门股的过低估值都会引发极端结果。这就自然而然引出了下一个心理学指导原则：

心理学指导原则 19：正面和负面的意外对热门股和冷门股的影响效果正好相反。

人们对自己预测复杂的未来结果的能力总是过度自信，这在很多领域，从医药、法律到建造新工厂设施都有所反映。股票市场上充斥着大量不断变化的企业的、行业的、经济的和政治的事件，对于预测而言，显然是最难的领域。

市场上经常出现好、坏消息，导致热门股和冷门股的价格向两个截然相反的方向运动。如果基金经理每年能跑赢市场 2% ~3%，这个纪录保持 5 年，该基金经理便会被视为“明星”。而按股价现金流比率划分的冷门股在经历了各种收益异动事件之后，年均跑赢市场 3.4%（见图 9-2，类似结果在图 9-1 和图 9-3 中也可以看到），而热门股则跑输市场 3.6%。低市盈率组的股票的表现超过了高市盈率组股票 7%，这种差距是非常大的，当然也是来自于投资者对准确预测未来的过度自信。

由此，我们可以得出结论，收益异动事件对股价有巨大的、可预判的、系统性的影响。

仔细查看这些图表，我们可以发现，收益异动事件对热门股和冷门股都会引发两种不同类型的价格反应。我将第一类称为“触发型事件”，第二类称为“强化型事件”，后面还会讨论。我把“触发型事件”定义为一个预期良好的股票遭遇了负面意外的冲击，或者预期差的股票遇到了正面的收益异动，其结果因股票种类不同而大相径庭。人们会摘下之前的黑色或玫瑰色眼镜，转而更现实地重新看待这些公司，由此产生价格的显著调整，以纠正市场之前的过度反应。

第一种触发型事件效应

触发型事件共有两种类型：第一种是热门股受负面意外事件冲击，造成股价下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌；第二种是冷门股受正面意外事件影响，将股价推升。触发型事件激发了投资者之间的感知变化过程。这一过程会持续一段较长时间，如前面所述，从意外季开始发生，持续到全年。下一节我们将会看到，其实这个过程会持续更长的时间。

触发型事件可以来自收益异动，也可以是其他的意外事件。非收益异动，比如 FDA 对一种新药的批准或拒绝进行后续测试，又如赢得或丧失了一项具有里程碑意义的烟草法案，还有一个例子是一项新技术的问世导致某种半导体材料过时了。总之，非收益类的意外事件有很多，任何一种都会给股价带来剧烈和持续的影响。尽管这个结论还未经验证，但通过对这些意外事件对股价影响的观察，发现它们与收益异动对热门股、冷门股和中间组股票的股价的影响是相似的。

当然，最常发生的还是收益异动事件。第一种触发型事件的类型是被一致看好的公司发生了负面收益事件，一个例子是安进（Amgen）公司的股价飞落。这是一家全球最大的生物医药企业，拥有很棒的治疗癌症和其他严重疾病的产品线，其主要产品是安然爱斯普（Aranesp）和怡珀津（Epogen），用于治疗癌病患者的贫血症。该公司 2006 年新推出了一种治疗癌症的特效药维克替比（Vectibix）。安进公司在 2002～2005 年间的收益快速增长。得益于良好的收益、强大的产品线和未来的新药排期计划，股价从 2005 年年初的 57 美元，涨到了 86 美元。分析师不断提高对该股盈利的预测值。

后面发生了意想不到的事，2006 年晚些时候，公司试图扩大安然爱斯普的市场份额，发现这个药物最受关注的指标——死亡率，在一项新的研究报告中有轻微上升。业内领先的肿瘤专家对此表达了强烈关注，有建议要求减小病人服用剂量或者可能完全禁止使用，这个消息让分析师和投资者大感震惊。新的盈利预测值比之前的数字大幅下调，华尔街很多分析师下调个股评级，安进的股价在 2008 年 3 月大幅下跌了 54%。

最悲观的分析师做出的预测并没有成为现实，FDA 只是要求在安然爱斯普的标签上附加警示文字，并稍微下调了使用剂量，该产品仍是公司重要的盈利产品。盈利在 2008 年开始加速增长，2009 年继续维持增长势头，但是好运已经结束，到 2010 年秋季，安进已不再是热门股，价格在 10 倍市盈率左右，它被归入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了最差股票行列。

这一触发型事件导致了投资者对公司重新做出评估。正如我们看到的，投资者系统地高估了热门股的未来收益。当热门股遭遇负面收益事件时，伴随着严重的负面消息，人们震惊于这个现实，他们的反应是快速卖出股票，通常会导致股价大幅下跌。哪怕坏消息后来被证实并非之前预想的那么严重，即便公司实际盈利接近此前的预测目标，仍无法彻底清除人们的不愉快记忆。尽管一些热门股的股价有反弹，但还是会在一段时间内跑输市场。

第二种触发型事件效应

投资者没有期望那些他们不看好的公司会遇到正面的收益异动。当这种情况发生时，人们开始产生认识改变。股票重新获得更正面的评估，大幅领先市场，主要原因是起初的估值过低。

第二种触发型事件是指针对冷门股的正面的意外事件（一个或连续多个）。以美国雷诺公司（Reynolds）为例，该公司是美国第二大烟草制造商，也是一只最不被看好的股票。

雷诺通过一系列收购，包括并购康沃（Conwood）无烟烟草公司，在这个消费逐年减少的行业里，实现了收入大幅增长。雷诺公告称公司将通过将生产运营整合到北卡罗来纳，可减少 10 亿美元的费用和多余厂房，并将利润大幅提升。公司确实做到了，从 2004 年 3 月开始，公司制造了一连串盈喜，将股价推高 154%，2007 年分配了 6% 的股息（这种收益在今天已很难见到了）。当然，买了这只股票的人寥寥无几，但都获得了不错的收益。

收益异动事件对股价的影响会因其他收益异动事件影响而加强。投资者对公司、行业或市场本身的看法，很少会因一个独立发生的意外事件而改变。

例如，密执安大学的杰弗瑞·安柏纳尔（Jeffery Abarbanell）和维克多·伯纳德（Victor Bernard）研究了分析师的预测结果，发现他们在收益意外事件发生之后很久才会调整预测。无论预测值是过高还是过低，分析师都不会立即做出修正，而是等到意外发生的三个季度之后。也就是说，如果预测值过高，则之后 9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个月仍会很高，对于过低的预测，情况也是如此。

正如这两位学者所说，分析师对最新的收益报告反应迟缓。这种反应引发了新的意外事件，进一步强化了投资者对公司的新看法。比如，当热门股遭遇了负面收益事件冲击时，投资者会有所警惕，而当更多的负面收益事件在接下来的几个季度不断出现时（这是因为分析师没有将收益预测值下调足够大的幅度），人们对该公司日渐增加的负面看法会推动股价继续下行。这种触发型事件会持续几个季度，正像我们在前面的图表中看到的。冷门股在遭遇连续的正面收益异动时，也会出现类似的结果。

“事件强化”效应

我将引发价格反应的第二类收益异动称为“强化型事件”，与改变投资者对某只股票的看法不同的是，这种意外事件强化了对公司的当前看法。这种情形对股价的影响应该小很多。强化型事件指的是正面收益意外作用于热门股，或者负面收益异动作用于冷门股。前者强化了上市公司出色的看法，好的公司应该做得更好；而后者也在公众的意料之中。

微软是全球最大的软件开发商，并且在计算机设备市场拥有很大份额，这家公司是热门股遭遇强化型事件的典型案例。在2003年晚些时候，有时被称为“软先生”的微软公司，在消费和中小企业市场取得了高速增长，很轻松地打破了分析师对其2003年年底和2004年年初的收益预测。尽管如此，股价在几个月内就下跌了14%，在两年后的2006年，又下跌了13%，远远跑输市场。再一次显示了具有较高市盈率的优质公司，即便盈喜，也只能达到一般水平的回报。

几年前的波音公司是冷门股遭遇强化型事件的一个范例。该公司因机师罢工和747型、787型飞机项目的支出，加之全球经济不振对其关键的商业航线市场带来的压力，业绩出现下挫，连续4个季度未达到分析师的预测值。从2008年6月开始，成为最不受欢迎的股票，2009年3月，股价到达每股29美元的最低价位。但是该股在2010年4月强劲反弹，上涨幅度超过了165%。对于一家收益长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期令人失望的公司来说，这是非常不错的结果。

图9-7显示了收益异动对触发型事件和强化型事件的不同的影响效果，左边是意外季的表现，右边是全年的表现，该图是用市盈率测量收益异动效应，如果采用股价现金流比率或市净率，结果也是非常类似的。两种触发型事件（负面意外之于热门股，以及正面意外之于冷门股），与两种强化型事件（正面意外之于热门股，以及负面意外之于冷门股）相比，具有明显更大的影响。

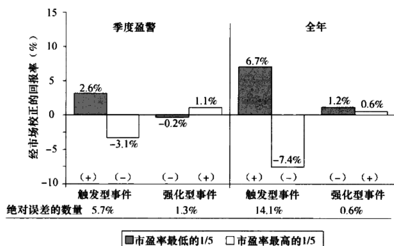


图9-7 触发型事件和强化型事件的影响（市盈率，1973～2010年）

注：1.0% = 市场回报率（季度回报3.5%，年度回报14.8%）

2. 所有数字都经过市场校正。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

先看图9-7中的触发型事件的效应，图上左边相邻的两列（当季和全年），季度平均价格影响达到5.7%（2.6%加3.1%），作为对比，把强化型事件加在一起（左边季度图的右边两列）得到的意外在当季的影响结果要小很多：1.3%（1.1%加上0.2%）。对于全年而言，我们也可以看到触发型事件的效果翻了一倍以上，达到14.1%，这是因为冷门股的正面意外效应和热门股的负面意外效应在全年要比单个季度大得多。另一方面，可以看到，强化型事件在一年后对股价的影响只有0.6%，几乎可以忽略不计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 9-7 不仅显示了触发型事件和强化型事件这两类截然不同的收益异动，其实它们对未预期的好坏消息的影响也是明显不同的。触发型事件引发了看法改变，会对股价产生重大的持续一年的影响。

从意外发生到年末，强化型事件对股价的影响要小得多。

神经经济学和市场

神经经济学是经济学的一个重要新学科，在这一快速发展的领域，主要的研究者发表了大量学术成果，看上去都高度支持假说：至少有部分收益异动的影响结果，特别是触发型事件和强化型事件，能够归于该领域相对较新的研究，即我们在图 9-7 中看到的 4 种不同类型的意外事件。

为了理解这一新学科对四种意外事件的机理做出的有力解释，我们无须成为生物学、化学和神经心理学的专家。值得庆幸的是，理解它们之间的相互作用要简单得多。

让我们从多巴胺（dopamine）这种人体自动产生、通常伴随着快乐情绪的化学物质开始说起。这种物质可以让人产生快乐的感受，促使人采取某些行动。多巴胺是神经传导物质，可以传递由食物、性、某些药物产生的神经脉冲，以及相伴生的神经刺激（stimuli），在大脑中的大约 1 000 万个神经元中，只有千分之一的 1%（即十万分之一）可以产生多巴胺。但是这些物质对大脑如何做出某些选择（包括投资决策）有重要影响。在酒精和药物上瘾方面也有重要作用。受人尊敬的专栏作家杰森·兹维格（Jason Zweig）在文章“你的金钱，你的大脑”中写到：“酒精、大麻、可卡因、吗啡、安非他命似乎都和多巴胺的释放有关。”使用这些东西的人都会受到来自大脑的多巴胺触发区的各种各样的影响。比如，可卡因可让大脑以正常情况大约 15 倍的速度产生多巴胺，表明它在一定程度上能帮助传递药物产生的愉悦感觉。“多巴胺的手指伸向了大脑的每个部分。”南加州大学神经学家安托万·巴查拉（Antoine Barchara）在评论这个过程时如是说。当多巴胺神经元开始活跃，它们会在大脑各部分释放出巨大能量，令其做出决策并付之行动。有讽刺意味的是，在吸入可卡因之后，多巴胺快速产生，这和投资者在刚做出投资决定时的大脑模式几乎完全一样。

多巴胺的作用并不仅仅如此，投资者应该了解更多：采取某种行动将会得到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的收益，他还必须采取他认为将抓住这些收益的必要行动。

接下来，让我们看看多巴胺在各种收益异动模式中的角色和作用。多巴胺神经元会在超预期的收益异动事件中产生，在符合预期的收益异动事件中保持不受影响，而在低于预期的较差收益事件中受到抵制。这看上去就是我们上面讨论的四类收益异动的效应不随时间而变的一个关键原因。记住：触发型事件和强化型事件不是随机事件的概率大致是千分之一。如果神经经济学和收益异动事件之间的联系是存在的，那么必然有证据出现，这将在可预测的可重复发生的经济事件和神经经济学以及情绪效应的研究成果间，建立起坚固的联结纽带。假定触发型事件和强化型事件不是纯粹的偶然，这种关联具有很大的可能性。如果情况确定如此，神经经济学关于收益异动实验结果的相似性，就是一个引人入胜的研究领域。如果当前的实验确实显示了两者之间的联系，作为一种主要的经济研究工具，神经经济学必然会越来越重要。

让我们简要回顾一下看上去能够解释这四种收益异动的神经经济学研究成果，它们被分成触发型事件和强化型事件两大类。剑桥大学生理学系神经科学教授沃夫拉姆·舒尔茨（Wolfram Schultz）、贝勒医学院的里德·蒙塔哥（Read Montague）、伦敦大学学院的彼德·戴安（Peter Dayan）对多巴胺和收益回报的关系做了很多重要的研究。

他们发现人在得到预期的结果时，大脑不会产生太多的多巴胺，此时发出的电脉冲的频率大约是每秒 3 次，相当于休息状态。尽管一般认为收益会让你兴奋起来，但情况不是如此。这与热门股遇到正面意外和冷门股遇到负面意外时的情形（强化型事件）很相似。在前一种情况下，收益实际上超过了投资者的预期，然而反应几乎是模糊的，有时甚至是负面的。这可解释为什么瘾君子需要吸入更大剂量的毒品才能达到同样的兴奋程度，以及为什么投资者认为“好股票要上涨必须有更高的收益”。

对神经经济学家而言，两种触发型事件才是真正的意外，它们是主要的未预期事件。根据帕米·钱德拉斯卡（Pammi Chandrasekhar）、莫尼卡·卡普拉（Monica Capra）、萨拉·摩尔（Sara Moore）、查尔斯·努赛尔（Charles Noussair）和格里高利·伯恩斯（Gregory Berns）的一项研究成果，超过预期的收益会让大脑释放出多巴胺。触发型事件，即冷门股遇到正面意外，不管投资者拥有这只股票还是对该股有兴趣，都无法提前预见。他们此时的反应很可能是“快乐”和得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意，此时他们的大脑会产生多巴胺。

对猴子的研究发现：未预期的正面意外也会产生强烈反应。这里用猴子和人类作对比，可能冒犯了一些人，我只能抱歉地指出，猴子、黑猩猩和鸽子在一些神经心理学试验中的表现比人类更好！

舒尔茨研究了猴子的大脑，发现意外会产生很多多巴胺，与提前预计到的回报情况相比，此时多巴胺神经元的活动更活跃和持久。这项研究现在只是测试了触发型事件，显示低市盈率的冷门股会受到未预计的正面意外的支持。当投资者手中的冷门股获得了未预计的收益，大脑几乎会在同一时刻产生大量的多巴胺——舒尔茨的研究显示产生多巴胺的频次是每秒钟 30～40 次。用舒尔茨的话说："这种正面强化效应引发了针对收益的特别关注。收益可以让你重新燃起希望。"舒尔茨和安东尼·迪金森（Anthony Dickinson）在《2002 年度神经科学年度回顾》中写到："总之，收益产生的反应依赖于收益的预期和实际发生情况之间的差异（多巴胺的产生 = 发生的收益 - 预期的收益）。"

钱德拉斯卡和其同事的研究结果显示，包含着前喙扣带（rostral anterior cingulate）、左海马体（left hippo-campus）、左腹侧纹状体（left ventral striatum）和脑干/中脑的神经网络与快乐情绪是有关联的。不用担心，这不是一项测试，只是显示神经交互反应可以复杂到何种程度。相似的是第 2 种触发型事件（对热门股的负面意外）可能引发遗憾和失望。另一种神经网络，即皮质网络会被激发。神经经济学家可以使用功能磁性共振成像技术测量两类收益异动。这个神经网会激发不同程度的遗憾。

舒尔茨、蒙塔哥和戴安也发现，如果人们预期的收益没有及时兑现，多巴胺会迅速减少。当人们接到收益即将兑现的信号时，多巴胺神经元会被激发，但是如果收益没有兑现，多巴胺会立即停止产生。大脑因此受到抑制，继而出现失望情绪。这与我们在热门股遇上负面意外（触发型事件）时的反应是相似的。舒尔茨和迪金森也观察到，与未预期的收益相比，缩小的收益导致多巴胺神经元的相反变化。如果预期的收益未能兑现，多巴胺神经元就会立刻受到抑制。这给出了一种差错偏码方式，符合错误会直接控制学习预测的观点。事实上，没有正面收益，只有负面意外，即"热门股遭遇负面意外"这种情况下的股票投资组合，正面和负面效应都会至少延续四个季度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们说过，强化型事件分为两种，即热门股遇到正面意外和冷门股遇到负面意外，对于神经系统和市场都似乎没有太大的影响，这是神经心理学家近期的研究结果。例如，在一场赢率很大的赌局中取胜，要比赌赢胜算小的赌局得到的快乐更多。类似的，在一场输率很大的赌局中失手，遗憾也会小于输在小的赌局。钱德拉斯卡和其同事指出，遗憾或快乐的程度，与输赢的先验概率相关。赢的预期越大，快乐度越低；赢的预期越小，快乐度越高。他们还提到，脑部不同区域的激发都能提高快乐和遗憾的程度。他们总结到：“我们的研究结果说明，有区别且同时有重叠的神经网络是包括在遗憾和快乐的体验中的。”从这个分析中明显看到的是，热门股的可预期的正面收益异动事件只能产生较少的快乐。负面收益异动事件对冷门股来说，不会产生太多的遗憾。

图 9-8 显示了强化型事件对股票造成的影响。[⊖]同样有趣的是，触发型事件和强化型事件在规模上的差异，也和神经经济学家的研究结果一致。在意外季，触发型事件对股价的影响是强化型事件产生的影响的 4 倍，对全年来说，前者几乎是后者的 24 倍（计算时已略去符号）。图 9-8 在 0.1% 水平上是统计显著的，意味着只有千分之一的概率出现异常结果。对投资者来说，这清楚地提供了强有力的神经经济学研究成果，强烈支持他们购买冷门股。

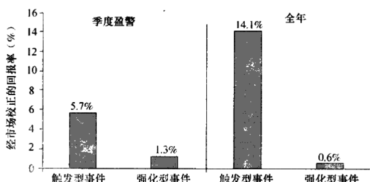


图 9-8 触发型事件和加强型事件带来的绝对回报（市盈率，1973 ~ 2010 年）

注：+/－的标志已经被除去。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

⊖ 图 9-8 中的触发型事件被叠加在一起，且信号（Signs）被移走。强化型事件的处理方式也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意外效应的变化

我们已经看到了收益异动对“最好”和“最差”股票在意外消息公布之后一年内的结果。那么之后是否还存在滞后效应呢？图 9-9 测量了这两类股票在意外发生之后 5 年的 PE 倍数变化，采用的是“买入—持有”策略得出的结果。[㊀]图 9-9 显示了受到正面意外影响的低市盈率组的股票，在意外事件发生之后的 20 个季度里跑赢了市场，在 5 年内获得超过市场平均水平 30.3% 的收益。相反，受到负面意外影响的高市盈率组的股票，在之后 5 年中的每个季度都跑输了市场，5 年间落后市场 30.4%。正如我们看到的，在这期间，两组股票的差距在不断扩大。

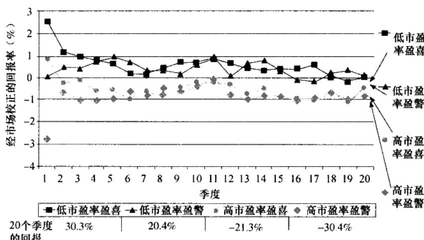


图 9-9 盈喜和盈警（Compustat 1500，1973～2010 年）

注：0% = 市场回报率

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data，Abel/Noser Corp.，I/B/E/S，and Thomson First Call.

两种触发型事件之间的表现差别都是收益异动引发的吗？初始的意外永久地改变了投资者的看法吗？对这些问题，现在还无法给出统计学上的结论。我们确

㊀ 5 年期的计算方法是从研究开始的时候就计算每 3 个连续的 3 个月时间的结果，然后取平均值。本研究中一共包括 132 个不同的时间区间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实知道投资者对预测太过自信，也就导致了好股票被明显高估，而差股票被刻意低估。当摘掉了有色眼镜后，也许他们的看法会掉换过来。正如我们之前了解到的，不是一个而是一系列意外事件会在后面的季度接连发生，包括分析师之外的其他人的预测错误，持续地强化着对股价的重新估值。

我们可以说的是，低市盈率和其他各种低估值组[⊖]的出色市场表现，以及高估值组的落后表现，必然是由于一个或一系列事件改变了投资者对好股票和差股票的看法。

我们也可以看到强化型事件的效应，差股票在遭遇到负面意外之后，总是能跑赢市场，而好股票在正面意外发生之后仍总是跑输市场。尽管与股票遭遇触发型事件的巨大变化相比，效果没有那么大，但仍然是显著的。好股票在 5 年之内跑输了市场 21.3%，而差股票却跑赢市场 20.4%（对以股价现金流比率、市净率测量的结果也是相似的）。

中间组的结果没有显示在图上，其长期结果与一年内的情况略有不同。意外事件只在消息公布的季度产生明显影响，此后的表现逐步回归市场水平。毕竟正面意外和负面意外的作用差不多对冲了，这正是我们应该期待的，既然中间组的股票未被明显高估或低估。

心理学指导原则 18 告诉我们可以买进冷门股，并借助分析师预测失误和其他意外事件获利。我们现在可以更进一步描绘出意外的效应，这将会成为稍后提出的策略的基本工具。心理学指导原则 20 总结了我们对意外的发现。

心理学指导原则 20（a）：意外事件提升了冷门股的表现，热门股的表现不明显。

心理学指导原则 20（b）：正面意外导致冷门股升值，而对热门股的影响极小。

心理学指导原则 20（c）：负面意外导致了热门股的价格大幅下跌，而对冷门

⊖ 低市净率和股价现金流比也会给出类似的优异表现，此处没有显示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

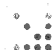
股其实没有影响。

心理学指导原则 20（d）：收益异动的影响会持续一段较长时间。

本章仔细讨论了意外事件的作用，发现它们对投资者不看好的股票更有利，而不利于那些被投资者看好的股票。由于前一章所说的意外发生的频次，我们知道这是一股强大的力量，作用于之前被高估或低估的股票。

在下一章，我们将会看到在开发威力强大的投资策略过程中，意外和相应的改变是多么重要。随着赢率迅速提升，现在正是我们挽起袖口，坐在赌场桌旁的时候了。现在，你想拥有什么样的筹码呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四部分
Part 4

市场反应过度：新的投资规范

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章
Chapter10

通向赢利的逆向投资路径

只有顽固的纽约人或体育偏执狂（我猜自己属于后者），会为参加第 42 届超级碗杯的纽约巨人队加油助威。下赌注的人打赌巨人队会以 17 点的比分输给新英格兰爱国者队。这意味着如果你想赌爱国者队赢得比赛，他们就得至少赢巨人队两个触地得分和一个射门得分。公众和专家都非常自信，认为这种情况绝不会发生。《波士顿环球报》开始在亚马逊网站预售一本叫《19 比 0：不可战胜的新英格兰冠军赛季》，该书计划在这场必然取胜的赛事一结束就推向市场。

粉丝和体育预测人士相信，这将是一场实力悬殊的比赛。巨人队作为一支差点未能进入季后赛的弱队，并不这样认为，他们想借此打入冠亚军决赛。2008 年 2 月，一项电视收视率调查显示，预计超过 5 000 万人会观看这场艰苦的比赛。当比赛结束，硝烟散去，结果却是巨人队打败了无比强大的爱国者队。在比赛最后 35 秒的时候，巨人队触地得分，一击决定了爱国者队的命运。这一结果令粉丝们目瞪口呆，惊愕不已。

是何原因造成一个几十年来驰骋球场的强大的球队沦落到如此差劲的地步？许多衣冠楚楚穿着波罗斯图尔特套头衫，系着费拉加摩领带的基金经理和专业投资者，坐在自己装饰奢华的办公室里，使用着当今最新和最强大的市场技术，想必也在考虑同样一件事：为什么他们购买了顶级的研究报告和投资建议，业绩竟然还是这么差？

这是一个困扰着他们的现实问题。对他们来说，这实在是一个难解的谜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，那些被专家们钟爱的股票真值得买吗？我们已经看到，答案是：绝对不值得。分析师和基金经理喜爱的股票总是受到收益意外事件的打击，而那些被人们冷落的股票却总能从收益异动中获益。投资者的热情经常会导致热门股被高估，冷门股被打入冷宫，无人理睬。收益异动和其他意外事件导致了两类股票被重新估值，回到更合理价位。

这就是这个谜的最大最关键的部分，问题在于，我们如何把它放入一个可执行的投资策略中去？毕竟我们不是要分析市场的动力学，而是寻求从中学到能获取收益的模式。我改变一下方式，不是建立一个逐步推导的过程，而是直接把答案摆出来，供大家检验。当我这样做的时候，让我们一起确认这种投资方法的核心，得出一个心理学指导原则：

心理学指导原则 21：热门股跑输市场，而大家不看好的公司表现出众，但是这个重新评估的过程往往进行得很缓慢，甚至像冰川融化一样慢。

重估过程所受到的有关情绪的心理学新发现和神经经济学的影响，是从市场获取大而稳定收益的关键所在。自从有了市场，大家对“好”和“坏”投资的反应就一直是不变和可预测的。这里我们给出一个最终答案：投资者行为是可以预测的，一般水平的读者都可以从中获利。我们已经有经过证实的不复杂的逆向投资策略，可以让你轻松而且只承担相当小风险就能轻松跑赢市场。

本章将展示一种新的投资范式（或模型），它糅合了第一部分介绍的心理学最新成果，以及已被几十年实践证明是成功有效的投资方法，这些方法也要求大家放弃以前学到的一些评估股票、债券等投资的常规估值方法，其实就是要求大家无条件地信从这种新知识。这些方法或者经受了心理学检验，或者被长期的优良投资业绩所验证。

这听上去有点狂妄自大，是吧？现在让我们开始仔细看看这些判断背后的东西。我们的讨论将从提示逆向策略的基本结构、功能和对五种方法的统计判断入手，这些到目前为止都经受住了时间的考验，通过这个途径，将让你快速看清楚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个谜的各个部分，尽管我恐怕没法让你以折扣价买到波罗衫或费拉加摩领带。这五个重要的策略是：

1. 低市盈率策略
2. 低股价现金流比率策略
3. 低市净率策略
4. 高股息策略
5. 低于行业定价策略

从这些策略中还可衍生出一些子策略，制定出符合个人需要的方案。策略 5 是一种全新的不同的逆向投资策略，我们将在第 12 章讨论。

颠倒的投资世界

看上去似乎可以得到这样的结论，即专家预测的他们最认可的公司，极有可能就是不值得投资的公司。所以，让我们再问一个问题：你是否应该回避专家和大众热捧的公司股票，而去买他们不喜欢的冷门股呢？答案正如我们马上要看到的，是肯定的（但并非大家都认同）。

我们往前追溯 8 年，可以看到这个投资冷门股的策略之所以能带来持久的成功，一个基本原因就是管用。

从这些发现中看到，市场预期看好的，用前面五项[⊖]标准衡量都符合条件的股票，总是表现最差，而那些被认为最没有前途的股票，却总是表现最好。逆向投资策略具有黑色幽默元素。实际上，对那些有效市场和现代投资方法的信奉者来说，这种方法犹如撒旦魔咒："最好"的投资会变差，"最差"的投资会变好。

尽管如此，我们的发现一点也不魔幻，里面也不存在任何妖魔鬼怪。多数投资者未意识到预测收益和经济事件的巨大困难。一旦预测失败，一个可以预见的反应就会出现。我们在这里遭遇到了一个主要讽刺：可以放在可行的投资策略中

⊖ 即上节所讲的五项策略。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最明显、最具一致性的变量，就是人们对自认为具有辉煌前景的公司的持续的过度反应。这个规律不仅对今天的投资者是有效的，也适用于过去的市场。

概念股的墓葬群

为了评估“最好”的股票，对未来增长的预测必须做得特别精确。正如在第 8 章看到的，这些预测的可靠性其实非常低。我们也知道，当热门股的收益低于预期时，这个收益异动的消息在最短时间哪怕一分钟之内，都会给股价带来灾难性冲击。意料之中的是，基于精确估计的投资战略表现很糟糕，“墓葬群”里埋着 1996 ~ 2000 年互联网泡沫和之前泡沫时期的股票，以及那些据称是哪怕再高的价格都值得买进的“必须拥有”的概念股。

“最佳”的说法被众多专业和个人投资者所用，也过滤掉了伴随这种情况的相应风险。相反，那些曝光度不高的股票的价值被过度低估了，一旦出现利好消息，股价就会迅速上升。正如我们在第 2 章看到的，伴生的风险在高预期的情况下会被低估，而对低预期的股票，却夸张到了极具戏剧化的程度。本书的秘诀现在就在你的手中，也解释了为什么我们将要检视的投资策略会长期有效。

低市盈率策略成功的早期证据

从 20 世纪 60 年代开始，研究人员开始怀疑可见度（visibility）这个现代证券分析的重要支柱是不是像大众认为的那样重要。起初研究的是市盈率，因为早期的数据库里可以找到这个数据。当时有一位研究人员曾提出疑问：“作为测量市场表现的市盈率究竟有多准确？”

弗兰西斯·尼克尔森（Francis Nicholson）曾服务于普罗维登国民银行，担任顾问，他在 1968 年对高/低市盈率的股票的表现做了一项综合研究。他分析了 1937 ~ 1962 年间 18 个行业的 189 家高质量的公司，结果显示在图 10-1 中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

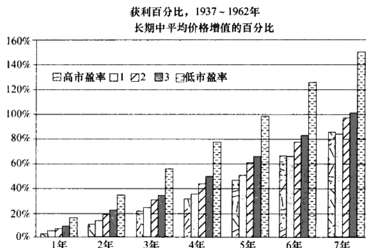


图 10-1 弗兰西斯·尼克尔森的领先研究

Source: Adapted from Francis Nicholson, "Price-Earnings Ratios in Relation to Investment Results", *Financial Analysts Journal* (January-February 1968, v. 24, No. 1, pp. 105-109).

尼克尔森把这些公司按照市盈率水平分成5个一样大小的组，然后分别检视从1年到7年的市盈率排序，可以发现那些最冷门的股票在这段时间里每年升值16%。相反，那些高市盈率的股票只录得每年3%的升值。尽管随着时间的延长，这个区别会缩小，在组合持有了7年之后，市盈率最低的那20%的股票的表现甚至可以达到市盈率最高组的2倍左右。

结果表现出了显著的一致，投资者都误判了后续的表现。结果是完全相同的：最热门股票的表现远不如其他股票，而最冷门股票的表现最好。次热门股票表现名列倒数第二，而次冷门的股票的表现名列第二。

本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》一书引用了另一项研究，包括了道琼斯工业平均指数中的30只股票（见表10-1），对市盈率最低和最高的各10只股票和全部30只股票在1937～1969年间表现进行了测量，在每个时间段，与市场平均相比，低市盈率的股票跑赢了市场，而高市盈率的股票跑输了市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-1 道琼斯工业指数每年的平均上涨或下跌（1937～1969 年）（%）

时期	10 只低倍数的股票	10 只高倍数的股票	30 只道琼斯工业股票
1937－42	－2.2	－10.0	－6.3
1943－47	17.3	8.3	14.9
1948－52	16.4	4.6	9.9
1953－57	20.9	10.0	13.7
1958－62	10.2	－3.3	3.6
1963－69	8.0	4.6	4.0

Source：Benjamin Graham，The Intelligent Investor，4th ed.，p. 80. Copyright © 1937 by Harper & Row Publishers，Inc. Reprinted by permission of Harper Collins Publishers，Inc.

该研究也计算了分别投资 1 万美元于 1937 年道指的高、低市盈率组，每隔 5 年转换到更高市盈率的股票（第一种安排）或更低市盈率的股票（第二种安排）。到 1962 年年底，1 万美元投资在最低市盈率的那一组变成了 668 866 美元，而投在最高市盈率的那一组只升值到了 25 437 美元，投资于全部 30 只道指股票的一组在 1962 年年底变成了 35 600 美元（大约 35 年后，格雷厄姆的这个发现再次成为热门投资策略，并冠以“道指狗股策略”）。

20 世纪 60 年代的其他一些研究给出了相似的结果。这些研究的结论就是，在近 30 年的时间里，市盈率最低的那些股票表现出奇的好。但是这并未得到理论界的重视，所以这些发现在当时未激起多大反响。

难以置信的时代

如果有人彻底分析过低市盈率股票的结果，他们有可能会受到批评。原因之一是，成长学派已经在投资者中间有了很大的市场。很多机构投资者无法说服自己相信这些新发现的功效。毕竟这些发现和那些颠覆了赢利预测的研究一样，彻底否定了我们多年来的实践（或者类似被洗脑）。当我在 1976 年年初发表一些前期研究的总结性论文时，不少专业人士对我说，这样的信息都是过时的历史了：“1970 年代的市场是非常不同的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低市盈率策略的研究者确实有所成就，但那时正值有效市场假说处于快速上升期，因此他们的工作被湮没了。毕竟在1960年代后期，金融学术界的朋友们正在为攻无不克的有效市场假说安装最后一颗螺丝钉。根据这个学术界的无畏战舰式的理论，这样的结果简直不可能存在。即便它们是真的又如何，这就是当时的现实！

有效市场假说进一步断定低市盈率股票整体上风险更大（即具有更高的贝塔值），因此应该提供更高的回报。这种说法不值一辩，我们早已在第5章和第6章深入讨论了有效市场理论所采用的风险度量的失败。

然而，即使是在自然科学中，事实也少有机会战胜被歪曲的观念。为了击退对有效市场理论的质疑，方法论批判主义（methodological criticism）针对这些研究成果展开了攻击。但是至少对我而言，这是无谓的，而且并不能让我信服。我想起爱因斯坦的一句名言："正是理论描述了我们能观察到的东西。"如果理论的无畏战舰沿着消灭传统投资实践的路线前进的话，那些发现本来应该是无法存在的。这说明是理论出了问题。

从有关股票过往表现的研究结果来看，买入低市盈率的股票是成功的。我的实践也证明这是可行的，无须有更多的理由。后来，我更新了我在《心理学和股票市场》（1977年）和《逆向投资策略》第2版（1979年）中的部分研究成果。有关低市盈率股票的研究成果仍在大量涌现。

我的发现再次显示了低市盈率股票具有明显的优势。这项研究覆盖了1971～1972年的二级市场、1973～1974年熊市（战后至今表现最差的市场），以及后来的市场恢复期。投资者是在市场接近顶部还是底部时进入无关紧要，在市场周期的各个阶段都能提供卓越回报。

在20世纪80年代到90年代中期，我完成了（与其他合作者）关于低市盈率策略的几项独立研究，它们大多数被发表在《福布斯》杂志上。[⊖]其中有一项研究覆盖了Compustat数据库1963～1985年的1 800家大公司。市盈率最低的一组的年

⊖ 另外有一篇专业研究是同迈克尔·柏瑞合作发表于《金融分析师》杂志上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率达到了 20.7%，而市盈率最高的那组的回报率只有 10.4%。另一项研究是将 Compustat 数据库的 6 000 只股票根据市值分为数量相等的五组，覆盖时间段为 21 年（截止年份为 1989 年）。每组再根据市盈率大小分为五个子组。在每个市值不同的组里（从市值 5 000 万美元到市值近 60 亿美元），低市盈率股票都跑赢了高市盈率股票。

还有一项研究测量了截至 1988 年 3 月 31 日共计 21 年间 750 家大公司的股价现金流比率，结果见表 10-2。所有股票同样根据股价现金流比率分为数量相同的五组，如表所示，最不受欢迎的股票（低股价现金流比率）几乎是这一期间最热门股票的表现的 2 倍。

表 10-2 逆向现金流 （%）

长期——横跨过去的 22 年，从 1963 年 4 月 1 日～1985 年 3 月 31 日——通过现金流而非收益来衡量投资者获得的价值，其结果不错				过去 7 年——从 1978 年 1 月 1 日～1985 年 3 月 31 日——在非常强势的市场里逆向投资依然取得了不错的成绩			
按股价现金流比率分类	整体回报	升值	分红	按股价现金流比率分类	整体回报	升值	分红
比值最低	**20.1**	**14.6**	**5.5**	**比值最低**	**27.4**	**21.0**	**6.4**
比值第二低	14.3	8.0	6.3	比值第二低	20.1	12.2	7.9
中间水平	8.7	3.2	5.5	中间水平	17.4	11.4	6.0
比值第二高	8.0	3.8	4.2	比值第二高	19.4	15.3	4.1
比值最高	10.7	8.2	2.5	比值最高	16.5	14.2	2.3

Source：*Forbes*，June 16，1986.

那些过去的批评呢？它们还有效吗？我们根据批评意见调整了实验设计，结果仍如表 10-2。

20 世纪 70 年代末和 80 年代初的其他研究结果也佐证了这一点。桑乔·巴苏（Sanjoy Basu）后来经过精心研究也得出了类似的结论，1977 年 6 月《金融杂志》上刊登他的研究成果，他采用的是 1956 年 8 月～1971 年 8 月在纽交所上市的 1 400 家企业的数据。他从中选出了投资组合进行年度核算。和前面提到的研究一样，按照市盈率水平把这些股票分成相等大小的五组，回报结果见表 10-3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-3 根据市盈率排名相应的股票表现（1957 年 4 月～1971 年 3 月）

按市盈率分类为五等份	平均年回报（%）	贝塔值（系统性风险）
A（最高等级）	9.3	1.112 1
A*	9.6	1.057 9
B	9.3	1.038 7
C	11.7	0.967 8
D	13.6	0.940 1
E（最低等级）	16.3	0.986 6

注：A＝市盈率排名最高的一组
A*＝市盈率排名最高的公司，但不包括收益为负的股票

Source：Sanjoy Basu，"Investment Peformance of Common Stocks in Relation to Their Price/Earning Ratio：A Test of the Efficient Market Hypothesis"，*Journal of Finance*，32（June 1977）：p. 67.

巴苏的发现和我们的一样，低市盈率的股票可以提供超常回报，而且风险并不很高。用他的话来说就是："与资本市场相左的是，具有高回报的低市盈率组合的系统风险并不高；组合 D 和 E（最低）的系统风险要比 A、A*㊀和 B（最高）小。"该研究及后续的工作在 80 年代中期根据之前的批评意见做了更新和调整，增加了长达 70 年的数据，记录了低市盈率股票的卓越表现。

为什么耽搁了那么久

既然已有如此多的证据，你可能会想，为何逆向价值投资方法还未能抓住投资者的注意力（或钱袋）呢？直到 20 世纪 90 年代，也许我们应该回溯到那个黄金时代，那时候只有少数人能获得收益，而极少有人知道这种投资策略的威力。事情还不止于此，直至 2011 年，逆向投资者仍然明显是少数，未来也会是少数派。

导致这种情况的发生是有历史原因的。你应该还记得，有效市场理论是怎样横扫市场，把"异教徒"从华尔街上清除掉。作为正统理论，有效市场理论在长

㊀ 我在 20 世纪 80 年代中期巴苏英年早逝之前的一段时间里能够优先了解他的研究，并且短暂地与他工作过。我们致力于本书中使用到的行业相关的逆向投资的原始概念。在去世之前，他曾做过一项测试，显示了我们研究方向的正确性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期繁荣的市场上得到了高度认同，即便有其他竞争性的观点出现在华尔街，也丝毫不能撼动其地位。当然，与其他我们将要检讨的群体反应相比，那更像是一种人性决定的心理现象。

在 20 世纪 70 年代晚期和 80 年代的大部分时间，我们的工作无法与有效市场理论的鼓吹者相提并论，特别是无法抵敌芝加哥大学的那些市场原教旨主义者。作为异教徒的领头人物，我经常惹怒那些市场信奉者，我的工作经常受到猛烈攻击，我在《福布斯》杂志的专栏，甚至也打上记号，专门供学生读者批判。有几次，那些不幸的编辑会收到十几封讨伐我作品的信件，有些还被善意地刊登出来。

我的书和其他文章出版后，进攻变得更密集了。来信几乎对我发现的每一部分都进行了攻击，连我做的一些附注都不放过。没有人能找出我的研究中的任何统计性错误。他们质疑的是我的“反动”理念，因为我全然不顾及有效市场理论思想的美妙和横扫千军的胜利。

当我在 1977 年向《金融分析师》杂志提交有关我的发现的论文时，既未获得肯定，也未被拒绝，而是因为与主流观点不吻合，被束之高阁。

关于低市盈率的观点对学术界和华尔街仍能产生足够大的吸引力。前者用老旧过时的风险评估理论进行反驳，低市盈率股票也许能提供高回报，但是它们的风险更大，评论是这样的：理论投资者如果要求高回报就必须承担高风险。不幸的是，这个说法并不特别准确。

伟大的发现

在整个 20 世纪 80 年代，华尔街变得对逆向投资理论越来越有兴趣。随着数据库的不断完善，对这个策略是有效的肯定变得越来越多。

这股潮流不断获得力量，比如，丹尼斯·史塔曼（Dennis Stattman）和巴尔·罗森伯格（Barr Rosenberg），肯尼斯·里德（Kenneth Reid）、罗纳德·兰斯坦（Ronald Lanstein）也发现了，低市净率股票的表现优于高市净率股票和市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均水平。同时，证据显示贝塔值对预测股票没有价值。尽管经济原教旨主义者在长达30年时间里都在试图捍卫自身的存在，但是那些讨厌的"黑天鹅"却仍然不期而至。低市盈率股票表现优异而波动性不大，这是对有效市场理论的致命一击。

对于这一新教派，那些可怜的信奉者做了些什么？既然所有证据都无法被隐藏，答案必然是成为第一个发现它们的人。这就是尤金·法玛，这位有效市场的信徒的所作所为。在20世纪90年代，学术界把他们自己的旗帜坚定地插在了新发现的逆向投资策略上。

在一篇革命性的论文中，法玛教授对过去30年的市场做了有洞见的研究，也得到了与尼克尔森、巴苏、史塔曼、罗森伯格等人，以及我在20世纪七八十年代的成果一致的发现：逆向投资策略是有效的。更糟糕的是，正如第6章所说，贝塔值是没用的。宣传了30年的声称逆向投资因其风险高才能提供高回报的说法被一扫光。正如我们看到的，通过量度风险水平的贝塔值也证实了这一点。

公平地讲，法玛和弗兰奇确曾引用过巴苏、史塔曼和罗森伯格等人的成果，甚至还有雷·波尔。波尔曾争辩说，低市盈率的股票包含了所有不可分离的乃至未曾发现的风险，他的观点曾被有效市场人士广泛接受。

波尔论文中的推理论证颇似18世纪流行的热的燃素说。根据该理论，一些元素更易燃烧是因为它们含有更多的燃素，而其他不易燃烧的元素则相反。燃素被认为是没有重量和气味的，也无法被探测到，然而它却是存在的。如果不是这样的话，燃烧怎么会发生呢？如果低市盈率股票是无风险的，这个策略是如何跑赢市场的呢？是的，这是似是而非的循环论证。但是，波尔、法玛等人正是在用这个逻辑来为有效市场理论辩护。和燃素说一样，那些理论家通过创造精心设计的唬人的因素，抵御那些无法解释的现象，以保护自己。（正如我们已经看到的，有效市场假说充满了这类自我辩护。）

尤金·法玛和肯尼斯·弗兰奇1992年发表的里程碑式的论文中承认了低市净率、低市盈率和小市值股票在长期会提供最高回报。图10-2显示了他们对市净率的研究成果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

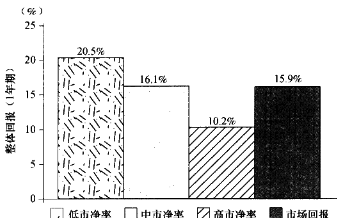


图 10-2 市净率（CRSP & Compustat Data 1963～1990 年）

Source：© David Dreman，2010. Source of data：E. Fama and K. French，"The Cross-Section of Expected Returns，" *Journal of Finance* 47 （June 1992）：pp. 427-465.

样本采用的是 compustat 北美数据库中的 2 300 家公司。股票回报按市净率分组，按年重新排序。市净率最高的股票在第 3 列，市净率最低的股票（最冷门的股票）排在第 1 列。如图 10-2 所示，低市净率股票（20.5%），在整个研究时段，比高市净率股票的回报高出 2 倍多。低市净率的股票年均跑赢市场 4.6%，而高市净率的股票跑输市场 5.7%。

法玛在一次采访中将低市盈率效应轻描淡写地描述为："低市盈率股票表现好是因为它们很多同时也属于低市净率股票"。其实反例很容易找到，正如《财富》杂志的结论："你也可以称之为学术上的吹毛求疵。"既然法玛贬低市盈率效应长达 30 年之久，一个可能的结论是，这可能是学术界保留面子的一种现象。

让我们回到表 10-3，在最后一栏，巴苏用贝塔值（风险）对该表做了调整，发现低市盈率股票的波动幅度实际上要比高市盈率股票低。有效市场理论认为，低市盈率股票的贝塔值（或风险）肯定比高市盈率的股票高。这是根据冷门股的回报比高市盈率股更高而得出的自以为是的结论。还记得在第 6 章中我们看到，资本资产定价理论、法玛等人的三因素模型以及其他有效市场风险回报的模型的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键前提就是基于教授们重点强调的一个说法，即高回报必须对应着承担更多风险（波动性）。

现在连市场原教旨主义堡垒的芝加哥大学的教主都已认可了逆向投资策略，允许投资界品尝这枚禁果。价值投资策略重新受到推崇，价值指数也被标准普尔、弗兰克·卢塞尔和其他投资顾问引用了。受到法玛教授的发现鼓励，其他研究者开始重新钻研过往的数据。

在《逆向投资、外推法和风险》一文中，约瑟夫·拉克尼肖克（Josef Lakonishok）、安德烈·史莱佛（Andrei Shleifer）和罗伯特·维什尼（Robert Vishny）对我们前面讨论的三种策略做了评测，得到了相似的结果。这些恼人的逆向策略要比有效市场假说更无懈可击。实际上，在过去的每一年，它们变得越来越强大了。

好消息是这波发现的浪潮提供了一致的打败市场的更多证据。这些方法也能在熊市中保护好你的资金，这点稍后还会讲到。这听上去有点像拿走并吃掉你的蛋糕。但我们有充分的理由说明为什么这些策略仍对自律的投资者有效。（这就是为什么我在书中介绍了心理学指导原则，这些指引针对的都是投资者心理失败，目的是提醒大家。）

最后一枚图钉

正如我们看到的，除了低市盈率策略，还有很多逆向投资策略的效果也很好。低市净率和低价格股价现金流比率也是跑赢市场的可选工具。我最近的一些工作表明，买入高股息率的股票也能获得超过市场平均水平的收益，买入任何行业的低市盈率股票（行业相关策略）也可以达到同样效果。打败市场是很困难的。根据先锋基金的约翰·博格（我们早已熟悉他）的说法，在十年期里，大约只有 10% 的基金经理能做到这一点。也许有人会在这里提出一个尖锐的问题：“是的，你可能会说低市盈率的股票在 1930 ~ 1990 年间取得了令人炫目的回报，但是时间已经过去很久了。逆向投资策略在近年来的情况如何？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答案是“相当好”，下一章会给出更多细节。在 1970～2010 年间，我们考察的 5 种逆向投资策略都跑赢了市场，这期间还发生了大萧条（1929～1932 年）之外有史以来最严重的两次市场下挫。

图 10-3 显示了逆向价值策略在截至 2010 年 12 月底为期 41 年的表现。这里采用了四种独立的评测指标：低市盈率、低市净率、低价格股价现金流比率以及高股息率，所有样本股票根据四个指标分组，每年计算一次结果。图 10-3 显示了这些策略相比市场的水平。方法与我之前解释的几乎是完全一样的。

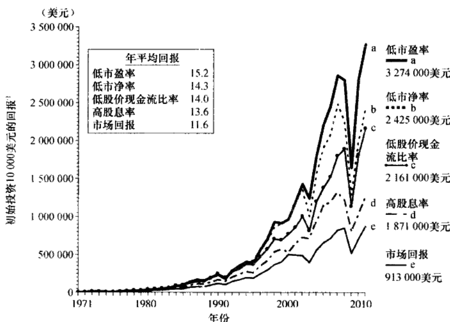


图 10-3 四种价值型的投资方式（1970～2010 年）

①1970 年初始投资为 10 000 美元，投资每年都会经过再平衡。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

价值策略的表现令人刮目相看。4 种策略都跑赢了平均水平，其中 3 种策略的表现特别优异。将 1 万美元投资于 Compustat 数据库 1970 年 1 500 家上市公司中的市盈率最低的 20% 的股票，在 2010 年 12 月底，将价值 327 400 美元（假设将所有分红都用于再投资），这相当于 1 万美元同期市场累积价值 913 000 美元的 4 倍左右。换个角度看，1970 年的 1 万美元增值了 327 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低市净率是本杰明·格雷厄姆最中意的策略，表现略逊于低市盈率策略，但优于其他两种策略的同期表现，是这40年间市场回报的近3倍。低股价现金流比率策略的表现，依据Compustat提供的统计数据（除去了鼓大泡沫的业绩调整），也显示出了相当不错的表现。

图10-3左上角显示的年均回报率也值得一看。在经历了互联网泡沫和2007～2008年的金融危机之后，低市盈率策略仅获得了41年15.2%的年均回报，比低市净率策略的回报高出14%，比低股价现金流比率策略的回报高出14.0%。与长期回报率相比，自20世纪20年代以来，普通股的回报率是9.9%，而逆向投资策略在这41年间相比普通股的长期回报率要多出37%～54%。我认为可以安全地得出结论：尽管近10年来市场发生了吓人的变化，但这些策略始终具有较好的安全边际。

下面转到高股息率投资策略，这种方式与其他三种略有不同。一般而言，高股息率多在公用事业和其他行业组存在，很难期望获得快速增值。相反，那些少支付股息甚至不付息的股票，通常属于高增长行业。替代支付股息，公司可以把手中资金用于为增长提供支持。关于高股息率的投资回报是否接近市场平均增值水平仍有不少争议。

答案令人惊讶。与其他三种策略相比，高股息率策略跑赢市场105%（分红全部用于再投资）。有点讽刺的是，尽管大量投资者为获得收益而买入高分红股票，但这个方法可能最适合免税账户。在高税率的市场，超过市场的表现因为大部分股息要纳税，实际收益将会大幅减少。

另一个合理的疑问是：用同样的标准，热门股的表现如何？很糟糕。不管使用哪种测评方法，在这41年里，热门股都离跑赢市场相距甚远。1万美元投资于最高市盈率的那组股票，在2010年年底的市值将达到259 000美元，比市场水平913 000美元的30%还略低。同样数额的资金投资于高市净率组，市值将增长到242 000美元，投资于高股价现金流比率的股票，价值会增长到209 000美元，分别是市场回报的27%和23%。令人意想不到的是，表现最好的股票却是低比率组，仍比市场回报低了33%，见图10-4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

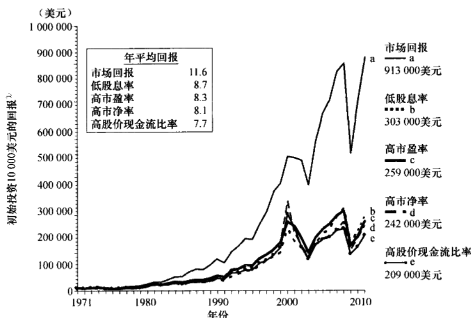


图 10-4 四种价值型投资方式（1970 ~ 2010 年）

①1970 年初始投资为 10 000 美元，投资每年都会经过再平衡。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

令人惊讶。在研究期内将四个最常用的估值比率用在最冷门股票上得到的收益领先于市场，而将同样的指标用在最热门股票上时，得到的结果却比市场平均水平还差。

让成长股投资策略的信徒不开心的是，长期的成功还不止于此。尽管有关价值投资和成长型投资在长期谁更成功的争论经常出现在财经和投资媒体上，晨星和其他咨询机构也经常讨论这个话题，但是这项研究给出的结果是清楚明白的。首先，无论选择何种评测指标，逆向策略都能跑赢成长策略。其次，长期表现之间的差距非常大，低市盈率股票比高市盈率股票的表现要好近 13 倍。将 1 万美元投资于 1970 年的低市盈率股票将会变成 3 274 000 美元，而同期投资于高市盈率股票的市值只有 259 000 美元。类似地，这笔钱投资于低市净率股票会增值到 2 425 000美元，而投资高市净率股票只增长到 242 000 美元。对于股价现金流比率，会得出类似结果。明显可以看出，逆向投资策略的表现把热门股甩得很远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时也可以看到，逆向投资策略表现很好，将原始投资额提高到327倍（从1970年到2010年），这还是在大萧条之后发生了两次最严重的经济危机的情况下取得的。

但是，故事还没有结束。多数投资者不只是期望其投资能在上升的市场中增值，同等重要的是，他们希望当熊市来临的时候，资金能毫发无损。在经历了2007～2008年熊市之后，我们已经目睹了达到这个目标的困难程度。晨星、利柏（Lipper）、福布斯共同基金年度调查以及其他一些机构，对经历了几个熊市周期的证券基金进行了评测。

为了找出逆向投资策略在下行市场的表现，我们把四类价值型股票在52个下行季度的回报拿出来求平均值，如图10-5a所示，在1970～2010年间，价值策略在下行季度的表现优于市场平均水平。市场在下行季度平均下跌了7.6%，低市盈率、低市净率和低股价现金流比率的股票的下跌幅度都更小，如图10-5a所示。表现最佳者，正如你可能猜到的，是高股息率股票，只下跌了3.8%，或者说，是市场平均下跌幅度的一半。

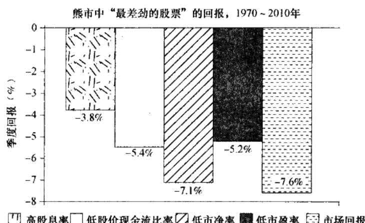


图10-5a 熊市中的情形

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

也许你可能猜到了，高市盈率、高股价现金流比率、高市净率以及低股息率股票的表现相当差。如图10-5b所示，这四种策略的下跌幅度都超过了市场平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平，跌幅在 9.5% ~10.8%，远大于低比率策略[⊖]相对 7.6% 的市场跌幅的差距。价值型股票不仅在上升市场可以提供高回报，在防守时期也是明星。由本杰明·格雷厄姆和其他市场先驱倡导的价值投资策略至今表现良好，甚至超过了他们的期望。

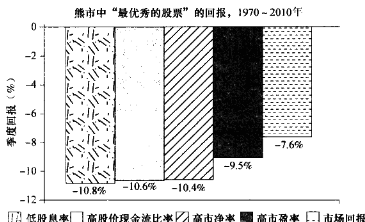


图 10-5b 熊市中的情形

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

显然，很少有人能够或者有必要在那段时间一直持有股票。但是对机构投资者、养老基金和其他长期买家而言，经常放弃股票去购买短期债券和利息不高的其他债券，是一个不错的策略，特别是当大家不再从股市逃离的时候，他们有必要考虑一下。

小结

这些研究结果的一致性实在非常醒目。在每一个测评时段，同样的指标，那些被认为应该有良好表现的股票都远远落后于逆向投资股票。这就引出了另一个

⊖ 作为展示股票表现的图表的一个警告。研究中所有热门股票和逆向矩阵股票在下一个季度中的表现只是简单的取平均值。逆向股票并不会在每个下一季度中都表现优异，而增长型策略的股票也不会在每个下一季度中表现不好。本章的所有图表都是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理学指导原则。

心理学指导原则 22：买入当前不被市场看好的股票，标准可以采用低市盈率、低市净率、低股价现金流比率或者是高股息率。

你可能想问：假如这些策略都不错，为什么不是每个人都在使用它们？这就引导我们进入了投资心理学领域（或者称为行为金融学，经济学家使用这个说法）。

尽管统计数据将我们拉向价值投资阵营，但是情绪却把我们拉向另一个方向。人们容易被令人激动的新概念吸引，正如第 2 章说过的，新想法带来的击出一计好球的诱惑，战胜了谨慎心理。上市的巨大光环，如 LinkedIn，2011 年 5 月以 45 美元每股的价格发行，当天最高价达到了 122.70 美元，市盈率 548 倍，市净率 134 倍。或者像 Real D，2011 年 5 月末以 170 倍高盈率上市，这些都太有诱惑力了。

尽管这些都是极端的例子，但它们展示了为什么价值策略能在长期表现得如此之好。人们偏爱为概念付钱，无论是 LinkedIn 还是 Real D 这样荒诞的案例，凡是当今被过高估值的流行产业，都是如此。投资者肯定不愿意接近那些看上去很差的公司。

另一方面，热门股具有最好的可见度，适合购买。为什么要推荐反向操作呢？对错误的心理一致性是明显的。当然也会有很好的股票具有较小的市盈率，但是正如事实表明的，“最好”的总是数量稀少，辨认出它们的机会也很小。

逆向策略的成功是由于投资者作为做预测的人，不知道自己的局限性。一旦投资者认为他们能够指明热门股和冷门股的未来，你应该能从逆向投资策略中获得很好的回报，人性使然，这应该还会持续存在很多年，除非逆向投资不久之后有了数百万的读者。

我们已经见证了逆向投资策略在几年时间中的一致表现。好消息是心理学新发现与逆向投资策略的发现是协调一致的。这与有效市场假说和现代投资组合理论产生了明显对比，心理学揭示了它们的基本假设。股票长期表现的研究数据提供了有力证据，证实了打败市场的可能性很大。下面我们要扩展到如何利用这些策略在即将面临的困难的市场环境中生存，以及如何在这种情况下提高投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章
Chapter11

从投资者的过度反应中获利

在前一章，我们探讨了四种重要的逆向投资策略，它们不仅能让我们幸存下来，还能让我们跑赢市场。我们已经看到了，这些策略如果使用得当，会带来令人惊讶的结果。本章将引入一个新的投资假说，它会比有效市场假说更好地解释市场、投资者行为和风险。现在，让我们看看它是如何发挥效力的。

用新的假说来否认和替代旧假说，总是非常难的。那些鼓吹旧假说的人不会甘心无所作为或束手就擒，你应该能预想到，会有大帮的研究生尝试从新理论中找错，甚至不会放过每个标点符号。旧理论是那些声誉卓著的学者的工作和学术名声的安全保护毯，他们为这些理论研究的扩充和拓展付出了巨大努力。他们相信其有效性，所以，有很多人接受了它，成千上万的投资界人士几乎每天都在使用它，更有上百万的人依赖该理论的成果提高投资组合的表现。

对旧理论的信从者而言，新的挑战者是否有用至少在近50年左右的时间里是无关痛痒的。但是对本书的读者来说，情况截然不同。你无须站在讲坛上公开声称自己是逆向投资者。你应该做的是按照逆向投资策略，将资金重新投资，并在适合的时间撤出以获取收益。

从上一章我们了解到，新假说建立在大量的实证证据之上，而且过去已经积累了相当数量的调研成果。但它仍然只能算作一个假说，是一家之言。

这就是为什么研究仍在进行，而我们不能声称在投资策略或投资组合方法方面已经完成了任务。尽管一直以来的结果都很令人鼓舞，但仍需做出更多的努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，开辟新的路径和策略，把逆向投资的发现与强大的心理学更紧密地联系起来。

我们已经在寻找当今市场的投资错误方面做了很多工作。在目前情况下，极少有投资者能够在不了解如何处理这些缺陷的情况下取得成功。现在我们在新知识的武装下，准备好了去获取收益。如果我们遵循新的心理学知识所给出的指引，成功将伸手可及。

对很多人来说，我们今天所面对的投资世界并不令人满意。正如大家都知道的，这是一个动荡不安的时代。必须用新的眼光去看待和接受新思想。未来是光明的，我相信更大的机会即将出现，为了抓住它们，重要的是明白我们在做什么，以及了解那些最有可能带来成功的策略。

投资者过度反应假说

本书一直在介绍，投资者面对突发事件时做出纠正原来行为的动作，导致了市场价格产生主要的反向运动。在第 1 和第 2 章，多次看到从过度自信的泡沫癫狂转向不可避免的恐慌，有时价格会突然下跌，幅度甚至可达到 80% ~90% 。情绪有时伴随着其他认知启发（cognitive heuristics）效应，看起来极像是这些心理力量引发了投资行为。这些可预见的过度反应，不只限于狂热、蔓延和恐慌。

我们所见的这些现象具有一致性，远远不能算是正常的市场情况，让我们看看第 9 章描述的收益异动事件导致的行为。“最佳”股票，通常用诸如高市盈率、高市净率、高股价现金流比率等标准衡量，具有相当值得期待的前景，然而，一旦出现收益意外波动情况，这类股票往往显著跑输市场。相似地，那些用同样标准看上去“差劲糟糕”的股票，反而能大幅跑赢市场。这两类股票的差别巨大，每年大约有 7% ，相当于 20 世纪 70 年代以来年均回报率 9. 9% 的 70% 。

“最佳”股票经常跑输市场的一个重要原因源自投资者和分析师对自身预测能力的过高估计，尽管有迹象表明那样行不通，他们仍会固执己见。这种对预期增长的关注和过度乐观，是情绪的表现方式，也是当代证券分析领域最重要的两个特点，而且越来越受到重视。忘掉格雷厄姆和多德吧，他们关注的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的基本面财务指标，会对现代分析师的狭隘结果不屑一顾。我们中的大多数人直接或间接地遵循新的证券分析方法，而这些东西在近几十年间都被证明是不成功的。

在上一章，我们看到冷门股是如何领先了热门股数十年之久，尤金·法玛的合作者肯尼斯·弗兰奇在其个人网站上给出的统计数据表明，自从 20 世纪 40 年代开始，领先现象就已经出现了。[⊖] 如图 10-3 和图 10-4 所示，1970 年投资者花 1 万美元买入低市盈率股票，投资增值是以同样多的钱买入高市盈率股票收益的 13 倍。然而，一项由德意志银行马克·彼德森（Mark Peterson）所做的研究表明，只有大约 3% 的证券基金投资者持有的股票符合逆向投资原则。

答案仍是“情绪”。我们本性上是喜欢“好”股票或“好”行业，而厌憎“坏”股票。哪怕我们犯了几次同类的错误，都不会有多大改变。情绪的影响大到了使其无法改变人们的决策过程。情绪在泡沫或狂热破灭之后，很容易显露出来。当然，它也可以更微妙的形式表现出来，比如大多数人选择“差”股票，而不是“好”股票。让我们看看精神疾病，可以发现，对心理治疗师而言，诊断严重的偏执狂（paranoia）或者精神分裂症（schizophrenia），比确认神经衰弱症（neurosis）要容易得多，而神经衰弱的人的行为看起来与常人无异。这种情况与情绪效应很接近，观察泡沫和狂热的情绪会比正常的市场更容易，因为后者的价格波动幅度要小很多。但是数据表明，在这类情况下，情绪效应也具有明显作用。

本书显示的针对事件的一致可预期的过度反应，有些是新的，有些是近几十年发现的，引发我提出的“投资者过度反应假说”，在本书 1979 年的第 1 版已经做过介绍。尽管“过度反应”这个词就像市场本身一样古老，但我还是做出了一个可验证的假说。那时还只有不多的案例可供验证，主要是冷门股的出色表现和低评级债券的持续性的较佳表现。这些被视为异常的案例在几十年里都显示出了

⊖ 肯尼思·弗兰奇的网址是 http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超常的表现。巴苏以及行为金融学权威维纳·德邦（Werner De Bondt）和理查德·塞勒（Richard Thaler）在1985年的论文中，都引用了投资者的过度反应，但他们将其局限在“最佳”和“最差”股票的表现方面。在这里，我们将引入该假说的强化版本，它得到了来自心理学在情绪效应和神经经济学最新发现的支持。在近几十年里，过度反应的案例成倍增加。

投资者过度反应假说

投资者过度反应假说（the investor over reaction hypothesis defined，IOH）说的是，投资者以不变和可预期的方式对某些事件做出过度的应对行动。

这种现象是基于心理力量，我们在第一部分的研究成果中详细地讨论过，新的来自神经经济学的发现在第9章讨论过。

投资者过度反应假说的三个核心预测是：

1. 投资者会对热门股持续高估，而对冷门股则持续低估。

2. 投资者将发现自己在预测“最佳”股票时有过度乐观倾向，对“最差”股票则过度悲观。其结果是收益异动，倾向于整体利好“最差”股。

3. 长期来看，无论热门股还是冷门股都会回归均值，这归因于收益异动和其他基本面因素，导致“最佳”股票表现不佳，而那些被认为“最差”的股票则表现优异。

上述预测都经过了市场历史的检验，我们在前面已经详细讨论过。不幸的是，我们这里还未配上示意图表。让我们先来看几个与该假说符合的可预期的投资者行为。

投资者对未来进行外推处理，得到正面或负面的判断，这将把热门股的价格推得过高，而冷门股的价格则被过度打折（“最佳”和“最差”股票的表现可以做直接对比，但是对投资而言，“最佳”和“最差”可能不大相同，在不同的市场，情况也是不一样的）。比如，在1980年，以及2009～2011年8月，“最佳”投资包括黄金——1980年曾达到每盎司850美元的高位，2008年金价再达此高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位，而后上涨到 2011 年 8 月的 1 892 美元。“最差”投资包括免税的市政债券，随着债券价格跳水，收益率高达 15%。热门股的高估价和冷门股的折扣幅度都可以非常大，并持续相当长的时间。

类似情况自从 20 世纪早期就在低等级债券上出现过，为了调节长期的信用风险就必须提供高回报。这类高出或低于平均回报的情况也出现在其他金融市场。

投资者过度反应假说说明，基于我们对心理的了解，预测投资者的持续的过度反应，远比预测股票或其他投资安全得多，前者得到了我们已经讨论过的大量可靠证据的支持。

投资者过度反应假说的 12 项重要预测

下面是基于该假说的预测的完整清单：

1a. 绝对逆向投资策略提供长期的超高回报。

1b. 用至少三个主要基本指标，即低市盈率、低市净率、低股价现金流比率划分出的冷门股，作为整体将跑赢市场，持续时间一般是 5～10 年甚至更久。

1c. 用上述至少三个指标划分出的热门股，在同样时间范围内跑输市场。

1d. 在同样长的时间范围内，冷门股将大幅领先热门股。

2a. 随着时间的延伸，相对逆向投资策略可以提供超额收益。

2b. 在长期，每个行业的冷门股都能跑赢市场，这里的长期一般指的是 4～6 年。

2c. 每个行业的热门股在同样时间里跑输市场。

2d. 每个行业的冷门股在同样时间里会跑赢该行业内受追捧的股票。

3. 热门股价格整体被高估，冷门股价格整体被低估。随着时间的推移，它们都将回归均值。这是由于收益异动和其他基本面因素将令“最佳”股票表现不佳，而那些被认为“最差”的股票的表现会出人意料。

4a. 投资者过度反应假说断定，冷门股的卓越表现和热门股的差劲表现，首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先来自于行为影响（情绪、认知启发、神经经济学以及其他心理学变量）。

4b. 情绪对热门股、冷门股的影响，无论是基于行业还是整体而言都是一样的。

5. 收益异动事件分为两大类：

a. 事件触发型——对低估值股票的大幅利好或对高估值股票显著利空。对两类股票的价格趋势产生后续影响。

b. 事件强化型——对低估值股票的利空和对高估值股票的利好，对股价的变化的影响较小。

6a. 对于之前提到的根据基本面因素确定高估或低估程度较小的其他三类股票，收益异动通常只对其中的60%的股票产生较小的影响。

6b. 如果未发生事件触发型收益异动，“最佳”和“最差”投资会随着时间推移而趋于市场均值，“最佳”股会跑输“最差”股，如第9章所述，无论用高市盈率、高市净率还是高股价现金流比率衡量，结果都是如此。

7. 当前投资理论的一个显著特点是依赖准确的预测，投资者过度反应假说认为：

a. 分析师和经济学家的预测总是趋于过度乐观。

b. 分析师对具体股票的预测随时间推移误差显著增大，导致持续地对股票做出错误估价。

c. 分析师对行业的预测随着时间推移出现很大偏差，导致持续地对股票做出错误估价。

8. 投资者的过度乐观有规律地出现在一些重要的市场活动中，包括：

a. 首次公开发行上市；

b. 分析师和经济学家过度乐观的收益预测。

9. 在事件触发型收益异动或其他因素导致对“最佳”和“最差”股票重新估值之前，会发生过度反应。此后，重估将引导股价向均值回归。“最差”股的价格上升而“最佳”股的价格下跌，持续时间可达数年之久。

10. 过度反应与反应不足在当前金融理论中的分歧，实际上是同一过程的两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个不同部分。[⊖]

11. 由于股票经常被错误定价，市场持续对证券价格做出调整。所以股市和其他金融市场从不会平衡，这一结论和有效市场假说以及很多经济学理论的说法不同。

12. 有效市场风险假说值得怀疑，没有足够说服力的证据支持“波动性大必然会带来高回报或者波动性小带来低回报”的说法。

我们把五项逆向投资策略按照投资者过度反应假说重新归纳如下：

1. 低市盈率策略
2. 低股价现金流比率策略
3. 低市净率策略
4. 高股息率策略
5. 低于行业定价策略

心理选择：有效市场假说还是投资者过度反应假说

有效市场的风险理论和很多经济学理论一样，是建立在未被证实的投资者理性前提之上的，这可追溯到 18 世纪。正如我们知道的，该假说忽视了近来主要的心理学发现以及至少一个世纪的行为研究成果。因此，有效市场假说并没有起到作用，也不会有效。相反，心理学发现，投资者会经常做出过度反应，这支持了投资者过度反应假说。

由于投资者过度反应假说建立在心理学原理之上，因此它也可以应用于风险和不确定性存在的其他领域。目前，投资者过度反应假说已得到实证证据的强力支持。随着时间的推移，这样的支持证据会大量出现。一部分支持投资者过度反应假说的证据，被有效市场假说的信奉者当做异常现象而忽略或否认了。

⊖ 有关证据可参阅作者和艾里克 A. 鲁福金的论文“投资者过度反应：基于心理学的证据”。想要了解支持这些研究的信息，请从 www. signallake. com/innovation/DremanLufkin2000. pdf 查找由 David N. Dreman 以及 Eric A. Lufkin 写的“Investor Overreaction: Evidence That Its Basis Is Psychological”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者过度反应假说的关键含义

1. “最佳”和“最差”股票在市场持续存在的事实，说明了有效市场假说中最令人激动的“有效理性估价”概念是从不存在的。尽管有效市场理论现在仍能大行其道，但投资者过度反应假说对其结论提出了相反的证据。

2. 在很多情况下，投资者过度反应假说都和有效市场假说的假设条件和结论是不同的。对同样的事实，两种假说得出的结论是截然不同的。我们稍后会看到，有一种非常不同的经过改进的风险评估方法被提出来。比如，在 1987 年股市崩溃期间，投资者过度反应假说也许可以解释指数套保的互动效应，以及对引发了市场过度反应和随后的灾难性恐慌的投资组合保险提出警示。投资者过度反应假说的目标之一，是减少引发大型的市场过度反应的因素，这类过度反应有时会产生灾难性后果。杠杆比例和流动性过高通常会导致严重的市场逆转，引发市场恐慌。因此，针对可能产生的巨大的市场过度反应，投资者过度反应会对高杠杆比例和高流动性提示预警。有效市场风险理论完全忽视了这一点，因为按照其假设，唯一的风险就是波动性，正如我们在第 5 章看到的，这会导致三种主要的恐慌和市场崩溃。

3. 与有效市场假说和一般经济理论不同的是，投资者过度反应假说并不认同市场均衡曾经存在或者未来有可能存在。在动态的不断变化的全球经济中，为数众多的新的政治、经济、投资和与公司有关的因素几乎同时发生，并迅速在市场中进行整合。作为结果的决策，也是不断改变的，这使得市场均衡就像试图寻找“不老泉”一样难以实现。

4. 投资者过度反应假说试图还原世界的本来面目，而不是像很多经济学家那样采用理性假设。相比而言，该假说是建立在最新的经过验证的人类行为研究成果的基础上，其结论得到了统计数据的大力支持，投资者行为方式是符合该假说的预测的。对逆向投资者而言，它可能不是金科玉律，不过该假说的 12 项预测已经被高统计概率的研究所验证（见第 9 章和第 10 章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者过度反应假说引出 4 项逆向投资策略

接下来将讨论，如何借助我们在投资者过度反应假说中的成果，采用逆向投资策略以提高投资组合的表现。重要的是应该认识到，光有想法和课本讲授的知识，对产生积极的结果是不够的，关键是如何用好重要的思维方法。

逆向投资者的近期表现

你肯定想知道这些逆向投资策略是否能在这个新的甚至不同的投资世界里发挥作用，毕竟很多过去有效的投资法则现在都已被淘汰了。答案是肯定的，如图 11-1和图 11-2所示，覆盖的时间段尽管很短，但却是充满爆炸性事件的一段时间，包括了 2000～2002 年互联网泡沫和紧随而来的房地产泡沫、金融危机以及2009 年的市场反弹。

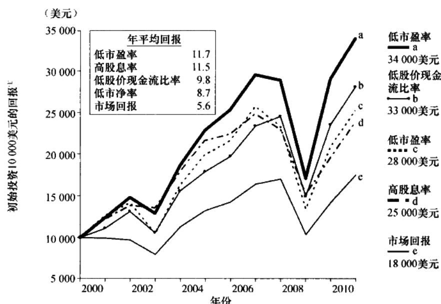


图 11-1 4 种价值型的投资方式（2000～2010 年）

①2000 年初始投资为 10 000 美元，投资每年都会经过再平衡。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

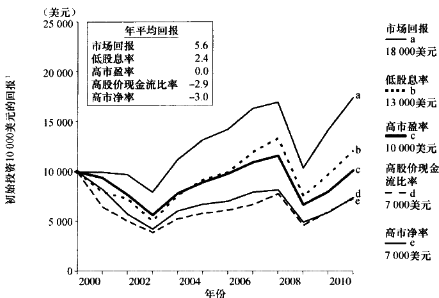


图 11-2 4 种成长型的投资方式（2000～2010 年）

①2000 年年初始投资为 10 000 美元，投资每年都会经过再平衡。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

这段时间的市场极像是在跳阔步舞，冷门股看上去要比热门股受到的影响小。图中显示了用 1 万美元按照 4 种逆向投资策略在 2000～2010 年投资股市，结果必会跑赢市场。低市盈率股的回报率最高，可达到年均 11.7%，而市场平均只有 5.6% 的回报，这段时间后来被称为“失去的十年”。其他 3 种方式（低股价现金流比率、低市净率、高股息率）也跑赢了市场平均水平（仍用 Compustat 数据库 1500 只股票计算）。而用这 4 种指标衡量，热门股都跑输了市场，其中只有低股息率股票获得了 2.4% 的回报，成为表现最好的股票。表现最糟的是高股价现金流比率股票（年均 -2.9%）和高市净率股票（年均 -3.0%）。“最佳”和“最差”股票之间的差别非常大。低市盈率股和低市净率股比它们的高成长对手的回报高出 11.7%。

构建投资组合

那么，怎样才能构建一个即便在熊市也能为你提供较好保护，并能大幅跑赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的投资组合呢？既然一个好的卖出规则是最难开发的东西之一，那么你应该使用什么规则呢？我将在本章和下一章加入一些规则，其中有一些是来自 2007 ~ 2008 年市场崩溃时期。尽管无法保证你肯定能登上成功巅峰（如果你知道这样的规则，请写出来），但是成功的概率是很高的。

逆向投资策略 1：低市盈率策略

在所有的逆向投资策略中，低市盈率策略是最古老的而且保持了最好纪录，也是被当今市场专业人士使用最多的策略。尽管有许多计算市盈率的方法，但最常用的是用公司最近 12 个月公布的收益（不包括非经常营业损益）去除股票价格。自 20 世纪 30 年代中期以来，该策略无论是在市场上涨还是下跌时都有出色表现，而且未来也应会有良好表现。

图 11-3 显示了截至 2010 年 12 月 31 日采用 Compustat 数据库中 1 500 家最大企业的 41 年来低市盈率策略的回报情况。每年的投资回报被分为两个基本部分：资本增值和股息。

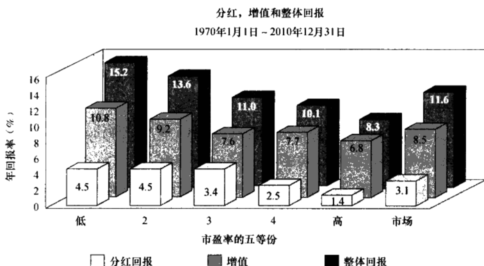


图 11-3 市盈率

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在研究期内，股票按季度以正常方式划分为五组，严格按照市盈率大小排列，回报率做了年化处理。

图 11-3 再次显示了低市盈率股票的卓越表现。在 41 年中，市盈率垫底的一组取得了年均 15.2% 的回报率，而市场年均回报为 11.6%（见最右边的一组），市盈率最高的一组的年均回报率是 8.3%。最低市盈率组比最高市盈率组的回报超出 6.9%，几乎是后者的两倍之多。如果你是在积攒退休金，这个差异会随时间推移而变得非常巨大，见图 10-3 和图 10-4。

再看图 11-3，你将看到这些股票也能提供较高的股息。如图 11-3 所示，低市盈率组的年均股息率在整个研究期内达到了 4.5%，市场年均股息率是 3.1%，而高市盈率组的年均股息率只有 1.4%。“最差”股票与“最佳”股票在股息收益上的差距达到了每年 3.1%。如果在此期间投资 1 万美元，组合价值仅在股息这一项的差距就高达 43 098 美元。

再看看图 11-3 中的资本增值情况。专家所说的“最佳”股票，在这里指的就是具有最高的市盈率，本应获得最大幅度的增值。但事实并非如此，其增值幅度最小。而那些被抛弃的股票，市盈率最低，增值幅度却最大。流入“最佳”股票的资金并没有获得最佳收益，那些不被看好的股票反而跃居第一梯队。低市盈率股票在两个方面，即更高的股息和更大的增值方面都表现最好。这是常人无法理解的事情。

较高的股息回报有时会让熊市的廉价股的价格上涨，这是低市盈率的股票和其他逆向投资策略在市场不好时能胜出的一个重要原因。

如果你不想频繁交易，逆向策略会很适合你，回报较高而且组合周转率很低。表 11-1 显示的是在 1970 ~ 2010 年买入最低市盈率的股票持有 2 ~ 8 年的回报情况。粗略看一眼，就会留下深刻的印象。5 年期低市盈率的股票组合仍提供了最高的年回报（15.2%），大幅领先最高市盈率股票组合（9.4%）和市场平均水平（12.0%）。低市盈率组合回报在 3 年期、5 年期和 8 年期，都领先于市场和高市盈率组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-1 买入持有不同市盈率股票的回报（1970 年 1 月 1 日～2010 年 12 月 31 日）

（%）

市盈率等级	2 年	3 年	5 年	8 年
低市盈率	15.5	14.3	15.2	15.2
高市盈率	9.9	9.2	9.4	10.3
市场	13.3	11.9	12.0	12.7

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

令人惊讶的是，高回报率居然能够保持如此之久，这说明对低市盈率股票的低估是明显的。持有最低市盈率的那组股票，9 年后仍能得到高于市场水平的回报，与第 1 年的表现很接近。对于高市盈率的股票，高估也同样显著，甚至在 5 年之后，它们的回报仍低于市场水平。

低市盈率和其他逆向投资策略的另一个优点是并不需要做很多工作才会有效果。正如我们刚看到的，将大型公司股票加入进来重新平衡低市盈率组合，每年仍可获得高于市场水平的回报。当然，你不太可能经常这样做，这是一种低操作密度但具有高回报的投资策略。你不必花时间为如何挑选、监督和了解公司、行业和经济信息而痛苦，只需选定你的组合（稍后会讲到如何去做），然后让其自动运作。你将省去烦恼，无须考虑税款、佣金、交易成本。同时，你会得到超过市场水平的合理回报。正如你知道的，很少有基金经理能做到这一点。前面图表要表达的要点，并非是主张持有组合到老死，而是指出了我们通常的工作理念是通过忙碌的工作取得成功，但这样做是没用的，反而会得到相反的结果。

当然，在投资领域我不会做一个投资组合，然后 8 年内都不再管它。表 11-1（在 41 年中所取的一个大样本）显示了通过审慎确定入市时点，并在过程中做一些微调，你就能赚到大钱。

逆向投资策略 2：低股价现金流比率策略

现在我们更细致地了解另一种逆向投资策略，依据现金流比率挑选股票。现金流一般被定义为税后收益加上折旧和其他非现金费用。很多分析师认为在对企业估值时，认为现金流远比收益重要。这是因为公司管理层很容易操纵利润数据，通过将过多的收益转为公积金或者损失预提，也可以通过少提取折旧或其他开支来增加利润。尽管这些科目没有显示在收益中，但在现金流量表里可以看得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清清楚楚。该表是1988年中期由联邦会计标准委员会（FASB）要求公司提供的。

在安然、世通等公司操纵案曝光后，新的方法取代了这些。在20世纪90年代后期，安然通过种种手段从花旗和其他银行借入了大笔资金，其中使用了复杂和错误的交易记录，也包括现金流。在安然倒闭后，其审计师安达信也被控有罪，自愿缴回了营业执照，而涉案银行在此丑闻中损失高达数十亿美元。世通公司错记了38亿美元的费用，戏剧性地夸大了收益。简而言之，除非公司是值得信任的，如果作弊者手法巧妙，否则现金流也会让你上当受损。图11-4提供了低股价现金流比率投资策略的结果。

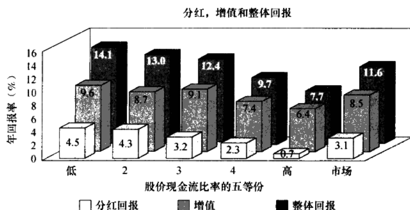


图11-4 股价现金流比率（1970年1月1日～2010年12月31日）
Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

逆向投资3：低市净率策略

市净率是本杰明·格雷厄姆和其他早期价值投资者喜爱的一个工具，图11-5给出了结果。样本、时间区间和方法与前面的完全相同。图11-4中的净股价现金流比率，图11-5中的市净率，可以看成是“最差”股的卓越表现，最低比率的20%的股票比最高比率的20%的股票表现更好。结果的相似性很高。低市盈率策略的回报更高，在41年的研究期内，每年收益回报率是15.2%，而低市净率策略的年均回报率是14.3%，低净股价现金流比率策略的回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是 14.1%。

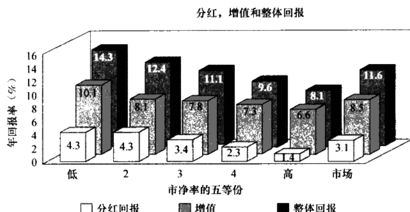


图 11-5 市净率（1970 年 1 月 1 日 ~2010 年 12 月 31 日）

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

但是三种策略都轻松击败了市场，而且大幅跑赢了“最佳”股票。让我们再次检讨一下成功的关键因素：低市值股价现金流比率和低市净率，可以获得明显高于市场的较高股息，是“最佳”股股息的 3 倍多，对总回报的贡献良多。再让我们看看这两种策略的增值情况。两种策略都跑赢了“最佳”股和市场。买入“最佳”股的可接受的理由——更高的增值收益，被证明是错误的。

图 11-3、图 11-4 和图 11-5 显示了逆向投资股在两个方面的出色表现：更高的增值和更多的股息。最低比率的那一组提供的股息回报是最高的一组的 3 倍，这是冷门股胜出的另一个途径。

图 11-3、图 11-4 和图 11-5 说明，常规观点认为对保守投资者和进取型投资者应该设定不同的投资目标的说法，其实只是一个投资神话。这引出了一项重要的投资心理指导原则：

心理学指导原则 23：不要指望在高价股上获取超过平均水平的收益。蓝筹股常能跑赢为那些激进的商人推荐的风险更高的股票。

股票被许多证券经纪行划分为“商人风险”（businessman's risk），因为它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有低股息和高市净率，最终经常变成亏损。作为整体，经常跑输市场，一个更恰当的名称可能是“商人的蠢事”。图 11-3、图 11-4 和图 11-5 深入反驳了买股票的“商人风险”概念。它完全是一个美国式的概念，但在今天已经不太普及了，主要是用在经纪人圈子里，他们借此大捞佣金。

依据市净率或净股价现金流比率买入最底端的 20% 的股票，正如我们所见，这个策略无论是在牛市还是熊市都很有效。买入并持有低股价现金流比率或低市净率的股票组合，在 2、3、5、8 年内不换股，得到的回报类似于买入并持有低市盈率股票组合（见表 11-1）。这样做不仅会跑赢同期市场，还将大幅领先热门股组合。在同样时间内，“最佳”股持续表现落后。

再次重申，你无须像枪手一样紧盯市场，随时准备对任何新信息做出反应。放松下来，你的收获可能会更大。正如常言所说，选错方向，跑得越快，错误越大；慢速度，反而可能得到额外收获。

采用买入并持有的方法最终也是最重要的收获，正如低市盈率和其他逆向投资策略，较低的交易成本和税收随时间推移会大幅提高资本收益。成本常被投资者忽视，但这一项是可以累计的，对于流动性较小的股票尤其如此。这三种逆向投资策略能带来的是，只需做最少的交易，随着时间推移就可得到足够高的回报。这样就可以大幅减少交易成本，从而提高组合回报。这就引出了另一个有用的心理学指导原则：

心理学指导原则 24：避免不必要的交易，交易成本会不断侵蚀你的收益。买入并持有策略在几年时间内可以提供远高于市场水平的回报，是降低换手的佳法，进而大幅减少了税款和额外的交易成本。

三种主要的逆向投资策略在“最差”股上显示出了出色回报，同时避免了额外的交易成本。最后，既然股息对很多读者而言很重要，让我们看看高股息策略。

逆向投资 4：高股息

图 11-6 显示了高股息率策略的年回报情况。时间区间和方法与前面所讲的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三种逆向投资策略是一致的。如图所示，高股息率策略与前三种逆向投资策略稍有不同。最高股息率股票跑赢市场仅 0.9%，比低股息或无息股的年均收益高 4.0%。

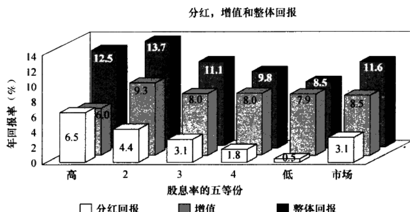


图 11-6 股息率（1970 年 1 月 1 日～2010 年 12 月 31 日）
Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

但是，回报的各部分是不同的。高股息组的年均收益 12.5% 中，超过一半来自于股息收入。而资本增值部分，在这 41 年间达到年均 6.0%，低于市场水平和低股息组。所以，买入并持有高股息率股票可以跑赢市场，但回报水平仍无法媲美前三种策略。

我们再次看到，买入并持有高股息率股票的策略是有效的。不仅可以让你持久跑赢市场，还可在更长时间里提高你的回报。[⊖]在图 11-6 中可以看到，平均收益是 6.5%，而且股息随时间递增，即便是遭遇经济衰退，回报仍高得出奇。

对于追求收入的投资者而言，随着时间推移，这一策略要优于债券。如果利率大幅上扬，债券价格将快速下跌。比如，30 年期债券，利率每升高 1%，价格会下跌 12%。近几年，利率的波动幅度很大，债券市场的波动性几乎赶上了股

⊖ 包括股息再投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市。高股息股票，对那些对利率敏感的投资者是有用的策略。股息随时间增长，而债券付息则未必如此。是的，我们处在一个高度不正常的时代，短期债券的收益几乎为零。但是，正如第14章将要谈到的，对投资者而言，这更像是一个可怕的陷阱。

高股息率股票在熊市能为你提供最好的保护。正如我们在图10-5a中看到的，在下跌市场，这些股票保护了那些看重分红的投资者的本金，而且提供了不断增长的分红和资本增值，后者对长期债券是很少见的。[⊖]然而，这项策略也未必总是有用，正如我们都熟悉的大熊市，比如2007年和2008年，以及之后的2009～2010年。

当时很多高股息率股票已经无红利可发，人们交易的是安全度高的短期债券，以获取相对安全的分红收入，尽管这只是暂时的，但幸运的是，这种严重程度的熊市每隔几代人才会发生一次。

这种策略适合所有人吗？我不这样认为。这对那些需要固定收入来源的人是合适的。当然，除非你的股票是在免税账户里，否则所有收入都要纳税。如果账户是免税的，投资者最好选择其他三种逆向投资策略，这当然取决于个人对收入的要求，正如我们在图11-3、图11-4和图11-5中看到的，随着时间推移，这些策略比高股息率策略提供了更高的回报。

无论是牛市还是熊市，以逆向投资策略体现的价值是最适用的策略。下面将提供一些应用法则，帮助你实施不同的逆向投资策略。

实施逆向投策略

选择逆向投资股票的A—B—C法则。

投资者面临的首要问题是如何选择个股，确定组合要容纳的股票数量。一些近年来简便可行的指引如下：

⊖ 关于长期中股票如何与债券竞争的详细讨论请见第14章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A. 只买入具有卓越表现的股票。

B. 平均投资 30～40 只股票，所涉及的行业在 15 个或更多（如果你的资金达到足够大的规模）。

分散投资是基本要求。个股的回报之间的差异很大，因此依赖几家公司或少数行业是危险的。通过拓展风险的范围，你有更好的机会做到前述冷门股那样的表现，而不是大幅超过或低于那个水平。

C. 买入纽交所上市的大中型公司股票，或者只买纳斯达克、美国证券交易所的较大公司的股票。

这样的公司，正如前面研究中所采用的，通常比小公司较少出现会计欺诈问题，这也增加了一层保护。正如我们看到的，会计就像邪恶的诡计，很复杂，让投资者付出了巨大代价。

大中型公司为投资者提供了另一项优势：可见度更高。福特汽车公司的财富变化（发生在 2009 年），显然要比某些上市的连锁牛排餐馆的财富缩水更引人注目。最终，较大的公司具有更多“先发优势”，其失败率明显低于小公司和创业企业。

我们该完全抛弃证券分析吗

正如我们看到的，依据逆向投资策略选择股票，不再依赖证券分析师，可以在长期内获得超过平均水平的回报。我们应该考虑彻底放弃证券分析吗？我们看到的证据告诉我们，那样帮助不大。当然，我也不会太过分（这不是因为我被老教条缚住了）。我相信其中有些部分对逆向投资是有价值的。

逆向投资方法降低了传统分析的需求，比如已被证明经常是错误百出的预测。通过了解证券分析的局限性，我相信你可以借助逆向投资获得更好的结果。当然，对大多数人来说，一个分散度很高的符合本书原理的逆向投资指数基金是不错的投资选择。不幸的是，可供选择的标的很少。我们的机构管理了从小市值、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中市值到大市值的一系列逆向投资指数基金。[⊖]这个问题从来不会困扰我。逆向投资在 30 多年里都大幅跑赢了市场和从小到大各种规模的指数基金。逆向投资的时代已经来临了，不过还是需要小心地仔细阅读基金章程，也要盯住那些基金经理，看他们是否按照所说的那样在管理你的资金。

在以后的章节，我会尝试告诉你 A—B—C 逆向投资法则，以及五个基础指标的使用方法。我们将讨论其他几种不依赖于证券分析的逆向投资策略，这些方法也会提供超过市场平均水平的收益。在了解了这些方法之后，你就可以从中选择最适合你的方法了。

五项选择指标

我在运用低市盈率方法时，是依据市盈率选出最底层的 20% 的股票。这些股票也很适用于其他的指标。

正如我之前所说，如果你敢于使用证券分析方法，下面的指标我认为最有帮助。

指标 1：坚实的财务状况。在当今流动性奇缺的市场上，这是基本要求。在企业的财务报表中很容易找到这些信息（相关比率的定义，如流动资产负债比、资产负债率、利息保障率等，这些内容在任何一本财务课本上都能查到，一些大型券商也提供此类信息）。

坚实的财务状况可以保证企业度过困难时期，财务实力在判断企业是否有持续或提高分红的能力方面也很重要。当然，在流动性危机期间，比如这次金融危机，企业经常挣扎在生存和倒闭的边缘。所幸的是，这类严重危机在 100 年左右才发生一次。总之，财务状况好的企业不仅能够存活，在困难时期也能蒸蒸日上。巴菲特的伯克希尔－哈撒韦公司就是这样一家企业。

指标 2：尽可能多采用受人欢迎的经营和财务比率，这样有助于看出企业有没有结构型缺陷。这些比率在标准的财务学教程中都能找到。

⊖ 德雷曼市场反应过度基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标 3：近期的较高的超过标普 500 指数的收益增长率，以及未来业绩不会跳水的可能性。这种估计并不是为了获得准确的收益数据，而是找到变化的方向。记住我们处理的是处于底层的股票，人们本来也没对其抱有太好的预期。与那些常规使用的预测方法不同，我们不需要得到精准的收益预测值；我们只需了解变化的方向，特别是短期内，比如一年左右。

在我早前的逆向投资实践中，我是个理想主义者。当时的想法是：既然逆向投资策略的成功有一部分是源自分析师的失误，为什么还去操心预测？后来沉痛的教训让我改变了这种想法。

比如，假如华尔街预测某家企业的收益未来会下降，我便不会急于买入，哪怕看到的指标看上去不错。正如我们经常看到的，分析师总是过于乐观。更频繁出现的是，预测收益中等程度的衰退，可能导致股价跌落悬崖。我们在金融危机期间经常看到这样的案例，比如 2007 ~ 2008 年，从花旗、美联银行到美国国际集团都是如此。分析师都是预测它们将会录得相对较小的收益衰退，但股价却一落千丈。

预测收益的变动方向与试图估算准确收益的最重要的区别是，前者更简单，而且成功概率更高。

指标 4：收益预测应该尽量保守一些，这也和格雷厄姆和多德的安全边际原则有关。在我经历过分析师过度乐观带来的惊恐之旅后，这个原则就显得更加重要了。有时你不必重新计算和调低收益预测值到合理水平，你需要的是一台大型挖掘机，大刀阔斧地把那些预测砍到足够合理的范围。同时，也要记住，通过了解预测的方向性变化和尽量保守，可进一步减少失误。假如这样做之后，企业的收益仍能在一年左右的时间里保持增长速度并超过标普 500 指数，你的投资也许会有不错的收获。

指标 5：企业能够维持或提高的高于平均值的股息率。这个指标的前提条件是，前 4 个指标能够满足。我们已经看到，有关股息的通常看法是不准确的。高股息策略也能跑赢市场。在实践中，我发现指标 5 在结合买入逆向投资股时，可以提高投资表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管我们采用何种逆向投资策略，五个指标都是有帮助的。下面简要谈谈另一件事。我经常问的一个问题是："什么是最好的逆向投资方法？是不是只应该选用一种，比如低市盈率或低市净率？"对我而言，答案是否定的。尽管你肯定能选出一种逆向投资方法，并借助其获取成功，但我希望采用更有弹性的途径。我的资产管理机构采用低市盈率作为核心策略，但也会大量选用其他三种逆向投资方法。投资的机会是不同的，你经常会发现，与其他方法相比，某种方法并不会带来很明显的价值差别。

低市盈率也许是四种逆向投资策略中最易采用的一种。市盈率信息每天都可以在大报的财经版看到，就排在股票价格栏的旁边。该信息和市净率、股价现金流比率一样，每季度会更新，本利比（price-to-dividend）的信息几乎是即时的，但相比其他三种策略的高回报，它属于次一级的选择。当然，它也有独到之处，稍后将会介绍。

逆向投资实践

现在该介绍在实战中如何做出逆向投资决策了，我会提到我过去在《福布斯》专栏里给出的一些建议，还有一些是给客户的建议。尽管有可能被指责为在渲染"战争故事"——只记得胜利，而习惯性地忘却失利，但我认为这样做有利于展示 A—B—C 法则和五次指标如何使用的实际案例。这些案例都是当时的实际境况而非马后炮。我们先介绍如何挑选低市盈率股票的例子。

采用低市盈率策略

- **奥驰亚集团**

我推荐奥驰亚集团（Altria），该公司是卡夫（Kraft）食品公司和菲利普·莫里斯（Philip Morris）的母公司，本文发表在 2004 年 9 月末的《福布斯》杂志上。这是一只经典的价值股，由于其拥有莫里斯公司（美国最大的卷烟商），而不太受一些公众的欢迎，而且莫里斯当时正有一些大的集团诉讼官司缠身。在仔细研究了这些官司之后，我们认为这些案件尽管引发了对该公司将有巨大损失的质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疑，但很难造成对奥驰亚的严重损失，该公司具有雄厚的财务状况和充裕的现金流。[⊖]

这可能就是本杰明·格雷厄姆梦想要得到的股票。首先，它的市盈率和市值现金流比在 2003 年是极低的，当时分别是 10 倍和 9 倍，而且股息率高达 6%，自 20 世纪 30 年代以来，每年的分红都所增加。指标 1、2 和 5 都很好。

尽管奥驰亚饱受法律和媒体的攻击，但所有的案件都是有关其烟草子公司（莫里斯）的。我们加总了奥驰亚的所有业务，按照保守的会计核算方法，也达到了每股 105 美元。而莫里斯的价格是每股 45 美元，即只有公司业务总估值的 43%。由于市场对该公司面临的法律诉讼的恐惧，其交易价格仅是真实价格的六折还低。而且美国最高法院仍在考虑在原告所受到实际损失之外的惩罚性损失赔偿的数额，这有可能会达到原告要求赔偿金额的 10 倍甚至百倍。法院关注的是全盘的惩罚性损失赔偿额。

我们做了彻底的深入分析，特别是检视了潜在的破产可能，发现其可能性十分微小。美国最高法院戏剧性地降低了实际赔偿的数额，也大幅收紧了关于集团诉讼的规定，这对莫里斯公司最有利。2008 年 3 月，股价翻了一倍以上，分红也增加了。

- **阿帕奇公司**

伴随 1982 年之后石油新需求的增加以及 1979 年在哈萨克斯坦发现的最后一个日产百万桶级的油田，直到 2008 年年末，油价一直持续上升。如果油价上涨，最有前景的行业是拥有大型油田储备的勘探和开发公司，其中大多数是美国企业。类似的，如果价格下跌，它们竞争不过大型跨国油企，比如埃克森美孚、皇家荷兰壳牌或英国石油。2005 年 7 月 25 日我在《福布斯》发文，推荐在 65 美元买入阿帕奇公司（Apache）股票，当时它的市盈率为 11 倍，股价低于市场很多股票。

当时阿帕奇公司有充裕的现金和大量的资源储备，还提高了勘探新油气资源

⊖ 作为一位管理者，具有为客户带来最佳的、可获得的合法机会的信托义务，而客户则做出是否买入烟草、酒精或防御性股票等有关道德问题的决定。

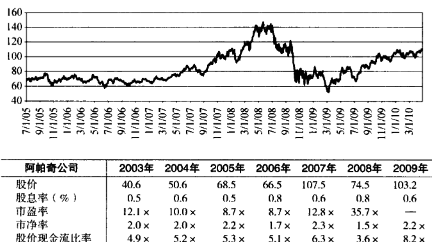
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的支出。近年的勘探项目多位于较安全的地区，取得了巨大成功。

公司明智地使用勘探资金，储量获得可观增长。截至2007年年底，价格已比我在《福布斯》推荐该股时上涨了70%，而市场当时正在快速翻转下行。用前三项指标衡量，阿帕奇公司也很稳健，在表现一般的市场上，符合所有的标准。

2008年发生了自大萧条以来最糟糕的市场崩溃，阿帕奇股票大跌，油价跳水。股价在2009年年初跌到了51美元低位，在当年春天又迅速反弹。2011年冬天，油价再次攀升到每桶110美元，阿帕奇的股价也回到130美元。该公司还从2010年夏天英国石油（BP）油气泄漏事件中获得良机，得以从BP手里以70亿美元买断其加拿大和埃及的油田以及帕米亚盆地（Permian Basin），价格可谓低廉。

阿帕奇是显示在市场灾难中买入并持有价值股的一个良好案例，因为这样做的基本理由并未改变。也就是，除非你相信另一次大衰退即将来临（见图11-7）。



阿帕奇公司	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
股价	40.6	50.6	68.5	66.5	107.5	74.5	103.2
股息率（%）	0.5	0.6	0.5	0.8	0.6	0.8	0.6
市盈率	12.1×	10.0×	8.7×	8.7×	12.8×	35.7×	—
市净率	2.0×	2.0×	2.2×	1.7×	2.3×	1.5×	2.2×
股价现金流比率	4.9×	5.2×	5.3×	5.1×	6.3×	3.6×	8.2×

图11-7 阿帕奇公司股价走势图

Source：FactSet Fundamentals.

采用低股价现金流比率策略

- **必和必拓（BHP Billiton）**

如图11-3所示，低股价现金流比率策略随时间推移也能提供高于平均水平的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报。当企业有大量的非现金支出，比如坏年景时的折旧，此时运用股价现金流比率会比市盈率作为评估方法更好。[⊖]如果你想在衰退期买入低市盈率的周期性股票，此时由于此类公司的收益下跌，市盈率会变得很高。对 BHP 这家全球最大的自然资源生产商而言，这样的事情发生了。我在2009 年2 月出版的《福布斯》杂志专栏上推荐了该股票，当时股价是 48 美元。尽管该公司拥有相当强大的资金实力，但 2008 年的最后几个月，由于全球性经济衰退几乎停止了大多数资源的采购，该公司收益出现大幅萎缩，与 2008 财年（6 月 30 日截止）的最高 5.11 美元相比，2009 财年的每股盈利只有 2.11 美元。该公司的现金流也下跌了大约 50%。但是，凭借前些年充裕的现金流和财务实力，公司足以维持正常运转。媒体财经版再次出现各种有关大型工业企业和矿业公司需要多年才能恢复的报道，有些甚至刊登在头版上。大家显然忘记了，BHP 是全球生产成本最低的一家自然资源厂商。伴随着温和的恢复，收益和现金流在 2010 年大幅反弹，和历史最高位的 2007 年持平。截至2010 年 12 月，BHP 股价达到93 美元，几乎是我推荐时价格的 2 倍。其现金流也同样强劲，2008 年股息增长了 50%，2009 年又增长了 17%。BHP 大幅提高了分红，显示出管理层对公司稳健经营的信心。有足够强大的财务力量，无须顾及有时来自分析师和媒体的负面评价（见图 11-8）。

三振出局

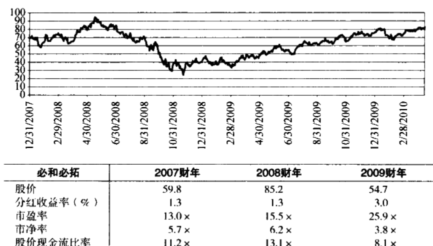
- 房利美

房利美（Fannie Mae），这只老牌蓝筹股，在 2007 年看上去成了一只廉价股。彼时该股获得了推荐。该企业十几年里获得了超过平均水平的收益增长。是的，次贷和其他较大风险抵押市场正在下跌，该公司也连续几个季度录得亏损，前途颇不乐观。自从该机构在 1938 年由罗斯福政府设立以来，已经历过几次不佳的住房市场波动。该公司和另一家较小的竞争对手房地美的信贷标准要比银行、储蓄贷款协会和投资银行更严。检查其贷款违约率，证实其对买方的抵押贷款标准变

⊖ 尽管这些费用会反映在收益上，但它们不会出现在现金流上。虽然如此，折旧最终还是要补上；但如果是财务困难的年份，公司需要这些以满足费用支出的需要，并获得稍事休整的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得越来越高了，而且违约率也越来越低。人们买入该股是由于它具有强大的托管、受保护的商业模式、一直不错的收益增长和较低的市盈率。



必和必拓	2007财年	2008财年	2009财年
股价	59.8	85.2	54.7
分红收益率（%）	1.3	1.3	3.0
市盈率	13.0×	15.5×	25.9×
市净率	5.7×	6.2×	3.8×
股价现金流比率	11.2×	13.1×	8.1×

图 11-8 必和必拓股价走势图

Source：FactSet Fundamentals.

当时和随后对管理层（包括董事长）的采访未透露的是，管理层口头表述的情况与事实相差甚远。在国会议员巴尼·弗兰克（Barney Frank）领导的民主党，和布什政府的联邦住房金融局主管[⊖]詹姆斯·洛克哈特三世（James B. Lockhart III）的施压下，两房受到了巨大的政治压力。如果两房不大量增加面向低收入群体的抵押贷款，他们将失去极低成本的融资。

2008 年春，财政部长保尔森和纽约美联储总裁蒂姆·盖特纳都表示，两房拥有超出资本监管要求的富余资本。盖特纳发表声明称，由于两房的经营已有改善，他将减少对其资本金要求，以使两房可以向正在加速下滑的抵押贷款市场发放更多的贷款。他在 2008 年 8 月做出了类似声明，看上去也得到了财政部长保尔森的默许。

然而 2008 年 9 月 6 日，两房却被美国财政部接收了，它们现在已成仙股。在

⊖ 负责监管房利美、房地美。

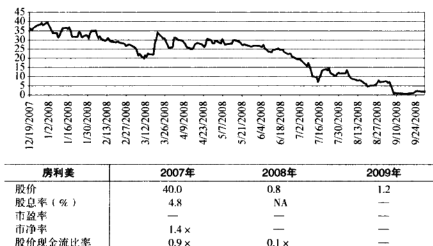
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来的声明中可以清楚看到，两房在巨大的压力下，向“双无”（无收入、无工作或财产）贷款申请人发放了更多的贷款，很多人实际上未支付任何款项。当然，所有人，包括美联储官员、政府和国会官员都洗刷干净自己，指责两房的贷款管理混乱。“大屠杀”在继续，从 2007 年到 2009 年 3 月初，标普 500 金融行业 SPDR（标普 500 中的所有金融股构成的加权指数）下跌了 83%，创出自大萧条以来最大跌幅。

证券分析师以及两房的管理者、银行和投行犯了什么样的错误呢？从这次痛苦经历中我总结了一些重要的教训：

1. 不要买入正处在亏损的公司的股票。亏损是早期预警信号，表明企业境况不妙。大多数好公司之后会峰回路转，但如果结果不是这样，你就会陷进去。我们所做的逆向投资研究会排除掉出现季度亏损的企业，随着时间推移，结果是不错的。

2. 此案例虽不值得大书特书，但确实很有教益。永远不要相信高管在困难时期所说的某企业或行业一切如常的好消息。在多数情况下，股票或行业会走下坡路（见图 11-9）



房利美	2007年	2008年	2009年
股价	40.0	0.8	1.2
股息率（%）	4.8	NA	—
市盈率	—	—	—
市净率	1.4 ×	—	—
股价现金流比率	0.9 ×	0.1 ×	—

图 11-9 房利美股价走势图

Source：FactSet Fundamentals.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用低市净率策略

- **摩根大通**

市净率是企业经营不佳时比股价净现金流比率更出色的指标，典型例子是2007～2008年金融危机期间的银行股。当次贷危机不断恶化时，我们看到金融股股价在跳水。摩根大通在首席执行官杰米·迪蒙（Jamie Dimon）的领导下，是首批意识到次贷压力的大银行。2007～2008年开始减少这类业务，控制此类和其他低等级抵押投资组合的规模。其股价与账面值之比显著低于市场水平和其他大多数金融股。

但是存在一个重要差别：摩根大通的账面值或多或少是真实的，由于它收回了对不流动抵押物的购买，流动性得到大幅改善。美联储和财政部同意让其做一笔有利可图的生意——收购贝尔斯登，后者是华尔街最大的投行之一。收购价是每股2美元，[㊀]在贝尔斯登前一交易日收盘价基础上打了9.3折。尽管竞买者众多，但摩根大通最终成为唯一可信的出价方，从美联储手中得到了这笔令人艳羡的生意，只花了15亿美元，收购的资产包括贝尔斯登总部大厦，约值12亿美元。美联储还同意为处理贝尔斯登的问题资产提供不超过300亿美元的资金，以及为交易提供特别融资支持。该笔收购让本已落在其他竞争对手之后的摩根大通获得了巨大支持。

如果不曾出现同一地点遭遇两次雷击的事件，也就不会出现“白魔法”[㊁]这个说法了。在2008年9月末，联邦存款保险公司在对华盛顿互惠银行（Washington Mutual）做了一次银行测试之后，将这家最大的储蓄机构以不到19亿美元的价格卖给了摩根大通。该笔交易包括3 070亿美元的资产、1 880亿美元的存款，以及15个州的2 200家分行。将此次收购规模纳入考虑，该公司的资产约等于美国重组信托公司（负责处置1989～1995年储蓄信贷危机的政府机构）卖出的747家储

㊀ 为了快速完成交易和防止贝尔斯登股东的威胁诉讼的费用，整个交易价格最后上升到了每股10美元。

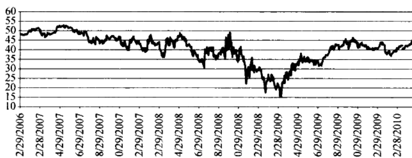
㊁ 白魔法多为修女、僧侣所使用，借助天使的能力对友方进行庇护、祝福。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蓄机构的账面价值的2/3。该交易令摩根大通的存款额雄居美国第一。

该公司的高市净率和高质量金融资产使其得以打造一个金融帝国。是的，它也曾短暂受压，2009 年 3 月其股价是 16 美元，仅为账面值的 40% 稍高，但到了 2010 年 4 月，其股价再次超过 45 美元。

利润扩大带来了大量好处：美国增加了一家具有最多分支机构的大银行；投资银行部门得到了全面整合，监管机构之所以做出此锦上添花的安排，也是由于该公司的财务实力。这项并购很可能逐渐显现出威力（见图 11-10）。



摩根大通	2007年	2008年	2009年
股价	43.7	31.5	41.7
股息率（%）	3.4	4.8	0.5
市盈率	10.0 ×	37.5 ×	18.6 ×
市净率	1.2 ×	0.9 ×	1.0 ×
股价现金流比率	—	4.9 ×	1.3 ×

图 11-10 摩根大通股价走势图

Source：FactSet Fundamentals.

采用高股息策略

- **南方公司（Southern Company）**

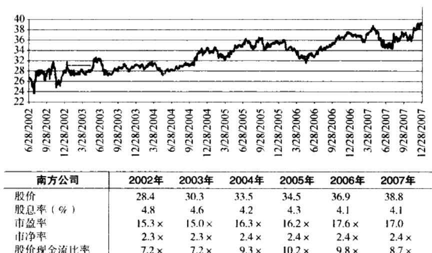
正如我们看到的，高股息率策略也可提供高于市场平均的回报，其最大效力是比其他逆向投资策略更易选出高于平均收益和合理增值的低估值股。如前所述，即便收益暂时受压，高股息股票也显示了管理层对未来的信心。管理层和董事会如何处理严重问题，通常不值得关注。

通常，公用事业股是既有高股息又具备低市盈率的股票，能够给投资者良好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报。高股息率和低市净率的股票也表现不错。

我们看一下南方公司，这是一家运营位于佐治亚州、阿拉巴马州、佛罗里达州和密西西比州的4个公用设施的公司，拥有440万客户。和大多数公用股一样，也会时不时因受到关注而导致股价下跌。2002年中期发生过，当时的股价跌到了24美元，市盈率为13倍，股息率为5.6%。该股票的收益和分红在后来的5年半中一直增长，至2007年的总回报率达到109%，而股价仅上涨了7%。这个例子显示投资者的过度反应并不仅局限于高波动性的股票，在公用事业和快速消费品股票上也有机会发生（见图11-11）。



南方公司	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
股价	28.4	30.3	33.5	34.5	36.9	38.8
股息率（%）	4.8	4.6	4.2	4.3	4.1	4.1
市盈率	15.3×	15.0×	16.3×	16.2×	17.6×	17.0
市净率	2.3×	2.3×	2.4×	2.4×	2.4×	2.4×
股价现金流比率	7.2×	7.2×	9.3×	10.2×	9.8×	8.7×

图11-11 南方公司股价走势图

Source：FactSet Fundamentals.

逆向投资策略的表现小结

上述5个成功案例展现了这些策略的一面。逆向投资股通常价格会大幅上涨，而且仍值得持有。理由是：收益的快速上升，导致市盈率、市净率和股价净现金流比率仍维持在低位。

逆向投资方法在我自己和我的客户身上都经受住了时间的检验。我可能会是支持逆向投资方法到最后一刻的人。这些方法在牛熊市中都取得了成功。尽管运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用逆向投资的成功程度因人而异，但对同一个人在不同时期，这些方法仍是特别有效的投资策略，消除了很多复杂的判断。

指标 1、2、4 和 5 的计算比较直接，避免了主要的情绪影响和之前讨论的信息处理问题。指标 3 用于指明收益变动的一般方向，使用更为简捷方便，应比证券分析师做到精确预测更易成功使用。显然，这是我最欣赏的一种方法。

作为投资者，你可能会选择我列出的这种策略，或者看看下一章的其他变种，也可让你跑赢市场。但是在这样做之前，我们将走访一个“逆向投资者赌场”，你肯定会喜欢，因为其中的东西对玩家很有好处。实际上，问题是，谁真正拥有这个赌场？

使用投资者过度反应假说的概率

发现

我想我听到了一些窃窃私语，事实也确是如此。市面上充斥着各种教授投资方法的书籍，逆向投资策略有何真材实料持久跑赢市场呢？确实是有的。

基于我们 41 年来对 1 500 家来自 Compustut 数据库的股票所做的回报率研究，我们发现在每个季度，逆向投资策略跑赢市场的概率占到六成。拉斯维加斯和大西洋赌城的赌场赢率是 5% ~ 10%，已经可以获得大量收益，而逆向投资跑赢市场的概率远高于赌场。我们详细地看看这些概率的细节，结果会让你大吃一惊。

首先，投资和拉斯维加斯赌场不同，即使做的只是和市场一样好，你也会赚得口袋满满地离开。你不仅会拿回自己的钱，还会拿到翻倍的钱。如图 10-3 所示，投资 1 万美元，41 年后组合价值 913 000 美元。而如果在市场上赌，只要赢率超过一半，41 年里就可获得初始投入 90 倍的钱。

图 10-3 也显示了随着时间推移，逆向投资策略能做得有多好。采用低股价现金流比率策略，你会获得超过市场一倍的表现，初始 1 万美元的投资被提高了 216 倍。采用低市净率策略，表现将优于低股价现金流比率策略，投资增值的比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例接近242倍。即便只能做到市场平均水平，如果你采用逆向投资策略，投资股票也会获得大量收益，结果是惊人的。

你可能对这些说法抱有疑问。其一是，40年是不是一个现实的时间段？有多少人会在某项投资上坚持这么久？如果你是20多岁或30多岁，25或30年并不是太不可及的，如果你在为个人退休金账户（IRA）或其他退休计划做准备就更是如此。

但是如表11-2所示，在较短时间里，你的收益也令人羡慕。该表显示了采用我们所说的四项策略，在5～25年中能把1万美元投资变成多少钱。正如你看到的，所有策略在每一时段都跑赢了市场，而且时间越长，增值比例大幅提升。低市盈率策略的回报最高。在5年时间里，采用低市盈率策略可以跑赢市场18%。在15年和20年里跑赢的比例分别是69%和101%。看看复利的效果，5年后，低市盈率方法的回报高出市场水平3 203美元，10年后，回报高出了12 419美元，在25年后变为209 687美元。要知道，这只是1万美元的一次性投资所取得的收益。

表11-2 通过逆向投资获得的报酬 （单位：美元）

市盈率等级	5年	10年	15年	20年	25年
低市盈率	20 535	42 165	86 167	176 964	361 103
低股价现金流比率	20 567	41 980	86 160	174 939	356 489
低市净率	19 974	39 972	79 894	158 468	316 463
低股息率	18 757	35 027	65 363	121 326	226 288
市场回报	17 332	29 746	51 035	88 087	151 416

注：初始投资为10 000美元，1970～2010年，投资每年都会经过再平衡。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

“毫无疑问，逆向投资策略令人印象深刻，从研究结果上看，即便不能算是所向无敌。”一些读者可能会问，“但是我们如何在实践中打败市场呢？”而且还有一些其他问题有待处理，比如2007～2008年的金融危机，曾困扰大部分人的退休储蓄计划。

我们再看看随着时间推移在赌场胜出的机会。通过41年的研究，我们知道在每次博弈的赢面为60%，如果连续这样做，结果会怎样呢？用市场术语，意味着连续几年都采用这些逆向投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们用统计计算来获得答案，而不是使用蒙特卡罗模拟方法。我们将每个季度看做一张牌。因为研究的时间跨度为 41 年，因此就有 164 个季度。采用低市盈率策略，从 164 个季度中随机选取一个季度，计算其相对市场的回报率，看结果是正值还是负值。然后将这张牌重新放回去，按同样方法做下去。这种方式有可能导致一些季度被多次抽到，而有些季度则完全未被抽到。

实际上，这样做相当于在研究的 164 个季度中，选取任意可能的市场回报组合，确定胜出市场的概率。每一局博弈包括 100 次选择，即相当于 25 年。这给我们提供了大量的组合，可以很准确算出某种策略的长期赢率。蒙特卡罗模拟法能让我们得到几十亿个可能的组合。

但是绝大多数投资者不做一次性投资，他们每年要投放几千美元或更多。为了减轻电脑的计算量，我们让它对每个策略做 10 000 次计算，假设每年投入的资金量是 1 000 美元到 2 万美元。

表 11-3 显示了将这些资金以低市盈率策略投资的长期结果。正如你看到的，采用逆向投资策略赚到的钱令人目瞪口呆。在免税账户中每年投资 1 000 美元，25 年后会变成 262 709 美元。用同样方法每年投资 20 000 美元，会得到 5 254 173 美元。

表 11-3 通过简单的方法获得养老金

		5 年	10 年	15 年	20 年	25 年
1 000 美元	**低市盈率**	**7 860**	**23 999**	**56 948**	**124 763**	**262 709**
	市场回报	7 039	19 119	39 853	75 755	137 299
5 000 美元	**低市盈率**	**39 300**	**119 995**	**284 738**	**623 816**	**1 313 543**
	市场回报	35 196	95 595	199 264	378 775	686 494
10 000 美元	**低市盈率**	**78 600**	**239 989**	**569 477**	**1 247 632**	**2 627 086**
	市场回报	70 392	191 189	398 529	757 549	1 372 988
20 000 美元	**低市盈率**	**157 200**	**479 978**	**1 138 953**	**2 495 263**	**5 254 173**
	市场回报	140 784	382 378	797 058	1 515 099	2 745 976

注：1. 每年增加投资，1970 ~ 2010 年。
2. 用蒙特卡罗法做的一个仿真测试的复合回报均值。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data and Thomson First Call.

如果采用低市盈率策略，而且每个季度重新调整组合中的低市盈率股票，25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年后能跑赢市场多少呢？结果会令最赚钱的赌场老板汗颜。如果你将这 100 张牌抽 10 000 次，你赢的概率是 0.997 8。是的，你可能会在 10 000 次中跑输市场 22 次，也就是大约在每次抽牌时有 0.2% 的赢率。请留意，这个赌场是不同的，哪怕跑输市场，也不会让你输得精光，如果你能获得合理的市场回报，在你离开时，还能赢得大量筹码。

你也许会说投资 25 年时间太长，如果你只投资 10 年，结果会怎样？如果用这种策略只投资 10 年，会降低跑赢市场的机会，但影响也不会很大。每选取 10 000次，你仍有 9 637 次跑赢市场的机会，并不比一般的赌场和市场差。如果用同样的方法投资 5 年，你的赢率仍然是 100 手里有 90 手。这个概率无论对赌徒还是投资者来说都堪称奇迹。

但是让我们先暂停一下。也许你不喜欢每季度调整一次投资组合，这种做法也许太让人焦虑了。它可能会让你和其他投资者一样陷入抑郁之中。如果我们在更长时间，比如一年内不改变投资组合，结果会如何呢？我们会再次得到梦一样的结果。如果在整个研究期内每年调整一次组合，你的收益会上升。我确信你可以做到每尝试 10 000 次，赢的机会达到 9 998 次。如果你想缩短投资时间，跑赢市场的概率尽管有所降低，但仍然很高，10 年期是 99%，5 年期为 94%。

对股价现金流比率和市净率策略而言，概率几乎是相同的。赌场老板会羡慕死，他们的赌场的赢率只有 55∶45。实际上，一些赌场老板，包括“一代情枭”西格尔[⊖]，赚的甚至更少。

这样的结果比我所知的收益最高的投资策略要好得多。除此之外，对数百万投资者而言，没有其他更有确定把握的方法。奇怪的是，很少人这样做。

逆向投资的羽翼尚未丰满，不管统计结果如何完美，这种情况还是会保持一段时间。

⊖ 巴格斯·西格尔，Benjamin（Bugsy）Siegel，原是叱吒美国东岸的黑道杀手，在前往西岸洛杉矶开疆拓土的途中，看上了性感的女明星维吉尼亚·希尔，展开一段火药味浓厚的恋情。另一方面，他看上了拉斯维加斯一处牧牛的荒地，决定投入巨资把它建成美酒笙歌的豪华赌场。警察和新闻界称他“巴格斯”（是“虫子”的意思，带有贬义）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远离蓝筹股

认识到采用逆向投资策略是长期博弈，这很重要。对赌场老板而言，那些只赌一次的主顾是没有意义的。他知道有些赌客会赢赌场一晚、一周有时甚至一个月的收入。他在亏损的时候也会抱怨，但决不会关闭赌场。他知道自己是会赢回来的。

作为投资者，你应该坚持遵循同一个原则。你有获取丰厚收益的幸运时光，也会碰到不理想的、用外交辞令可称之为一般般的时期。但重要的是要记住，逆向投资策略就像赌场的赢率一样，可以将你置于有利位置。专业投资者和普通人一样，经常忘记这个重要原则，想要每次都得到超常收益。

即便一种策略在大多数时候管用而且产生超额收益，也没有哪种策略可以保持不败。快速成长型股票的表现偶尔会超过低市盈率股，或在几年内超过其他的逆向投资策略，这种情况在 1996 年和 2000 年年初出现过。但是随着时间推移，逆向投资策略并没有遇到过竞争对手。低市盈率策略在 2000 年和 2001 年强势回归，一举超越了前 10 年的表现。人性依旧如故，而我们的期望几乎总是过高。

是否每个人都适合使用逆向投资策略呢？我相信，我们讨论过的行为背后的心理细节仍是有效的。我认为，大多数人会赞同人类行为很难改变这个观点。但是态度会变，剧烈的市场变化，特别是那些活跃的股票，无疑会改变人们的想法。当别人浸泡在“极可意”牌按摩浴缸中尽情享受之时，对很多其他人而言，都很难接受冷水淋浴。

低估情绪效应、神经心理学和其他心理影响的威力对我们决策的影响，几乎是不可能的。作为一名深入了解新心理学并受过职业训练的投资者来说，我也未能免俗，更遑论他人。狂热、沮丧、恐惧对我的影响和其他人一样大。但是有知识总比没有好，总能对你有帮助。这里没有必要掩饰。

甚至当我们看着这么出色的长达几十年、跨越牛熊市的回报表现，我们仍对逆向投资策略没有年年胜出而感到失望。任何投资策略保持常胜不败的可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性都是极低的。如果我们是完全理性的数据处理者，这个道理非常明显。但我们并不是那样的理性，我们总是追求不可能得到的东西，而且经常做出很差劲的决定。

让我们看看下面这个例子，一个成功的策略如何被轻而易举地抛弃了。在1998～1999年，成长型投资的表现大幅超越了价值投资。在那段时间，价值型投资经理的表现领先标普500指数14%或15%，而市场的领先幅度可达56%。逆向投资策略表现欠佳的时间长达数年。一些顾问和客户开始抛出价值投资已死的论调。很多人说："逆向投资也许过去表现不错，但现在几乎所有人都在用，效力不再了。"

之后逆向投资策略的表现更是出人意料，在2000年前2个月落后的差距更大。富达基金2000年年初撤换了其最好的价值型投资经理乔治·万德海登（George Vanderheiden），换上了一个成长股投资团队。万德海登为富达管理规模72亿美元的富达命运1号基金和另外两只基金长达近20年。

我曾管理规模超过40亿美元的逆向投资基金，在股东转投热门的互联网快速成长基金时，规模缩水近50%。逆向投资股表现之差，也是我从未见到过的。我在想，需要多少年的时间我才能追赶上振翅高飞的纳斯达克市场（大多数互联网股票在那里交易）。

答案不是几年，而是几个月。3月中旬，互联网泡沫破裂，网络和高科技股开始跳水。就在此时，我的德雷曼价值管理逆向投资组合和证券基金开始蹿升。到2000年年底，我的组合上涨了40%，而标普500指数下跌了9%。我们不仅在不到10个月的时间里追上了1997～2000年落下的差距，还赚了更多的钱。当《华尔街日报》几年后发表文章算出乔治·万德海登之前管理的投资组合依然完好无损时，这个组合在新的基金团队管理下，比应达到的盈利水平降低了40%。

当然，这只是因为概率法则。逆向投资股在熊市的表现很出色，但这不意味着它们每次都能表现好（为了得到图10-5a在熊市中获得高于市场平均水平的收益也无须这样做）。当它们做得不是更好时，咨询师、专业人士以及个人投资者就认为这些策略不再管用了。大量投资者，无论是大型机构投资者还有个人投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者、抛弃了这些策略，而此时也正好是这些人业绩表现的低谷。从那之后，这些策略连续几年跑赢了市场。

经验是良师

我自己的经验和很多逆向投资基金经理是类似的。在过去 31 年里，当逆向投资股跑输市场时，我都看到了同样的现象。如果在坏时期和困难时期能幸存的话，你应该能做得更好。然而，知易行难。

心理学指导原则 25：我们讨论的投资者的心理，既是你的伟大盟友，又是你的强敌。为了取胜，你不得不坚持博弈。不过对很多人来说，这是很难甚至不可能的。

尽管这些策略简单易用，但意外事件的影响仍是巨大的。我们检视了为什么大多数人无法抵御这些影响，也在第一部分给出了帮助你去做的原理。下面我们将看看新的世界（有时是投资者不得不面对的奇怪世界），以及我们的应对策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章
Chapter12

行业逆向投资策略

我们看到，前几章讨论的四种逆向投资策略，无论是在互联网泡沫破灭还是2007～2008年市场崩溃时期，都有优于市场的表现。

下面将讨论一项新的策略，和逆向投资股票一样，基于同样的行为学原理，但表现为另一种方式，这种方法能让你以类似指数基金的方式涉足每个重要的行业。和指数基金不同的是，这种方法一定能够提供远高于市场水平的回报。正如我们前面说过，投资者过度相信自己预测股票涨跌的能力，市场上流行趋势也驱使人们买入热门股票。以逆向投资指标度量，这种方法是否超越了“最佳”和“最差”股票？答案是肯定的。

新的逆向投资策略

从心理学角度看，如果趋势和流行作为一个整体存在于市场中，它们也存在于特定的行业中。分析师的研究、专家观点、现状和前景，以及众多因素对投资者预期的影响，在行业内部的作用与其对整个市场的作用几乎是相同的。结果仍然是，对行业内的热门股的期望过高，而对同行业的冷门股的期望过低。所以，苹果公司在计算机及其外设行业可能是热门股，而戴尔公司则会被视为落后者。同样，在保险行业，丘博保险集团（Chubb）可能是热门股，而哈特福德（Hartford）则不那么受人欢迎和喜爱。在价值和成长行业里，热门股的高估值和冷门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股的高折价，自然成为逆向投资策略的延伸。从理论上听上去很振奋人心，不过和学术界朋友的做法不同，我们要问一个直接的问题：逆向投资策略是可行的吗？

首先要问的是，在我们最近经历的困难环境里，越是严酷的处境，越需要精准的判断。与前几章讨论的简单逆向投资策略一样，行业逆向投资的相关策略也能够通过避免使用未经认可的贝塔值、过度操作以及其他波动评估方法，提供其他安全检查措施，显著减少判断出错的机会。

为了得出答案，我先是和艾里克·鲁福金从 1970 年开始到 1996 年进行合作研究，之后又跟踪了弗拉基米瓦·伊立耶娃 1195 年 1 月 1 日 ~2010 年 12 月 31 日的研究。我检查了 Compustat 数据库中 1 500 家大企业的市场规模，在后一项研究中，我们把 1 500 只股票按照标普全球行业分类标准（GICS）归为 68 个行业，每个行业中 20% 的具有高市盈率、高市净率、高股价净现金流比率或低股息率的股票作为热门股，反之，每个行业中 20% 的具有相反的四项指标的股票作为冷门股。其他三个中间组别与之前的分类方法类似，计算各组的回报情况。

以低市盈率的行业逆向投资为例，具有最低倍数的行业，比如商业银行业为 10 倍，而生物技术行业高达 40 倍。如果我们理解正确的话，这两个行业的最低市盈率股票应能提供超过市场水平的回报。记住，在使用本策略时，我们说的是行业内的相对市盈率或者市盈率最低的那 20% 的（类似对市净率、股价现金流比率和高股息率也如此）股票[⊖]，而不是指整个市场中的市盈率最低的股票，这和前几章的规定一致。

图 12-1 和图 12-2 给出了我们最新的有关低市盈率和低股价净现金流比率的研究结果。以图 12-1 为例，每个行业中的市盈率最低的那一组（第一个柱形）的

⊖ 因此这种逆向投资法被作者称为“相对逆向投资”或“行业逆向投资”策略，而前面所讲的选择整个市场中的低比率股票的策略被称作“绝对逆向投资”或者“逆向投资”。相应地，市盈率、市净率、股息率、股价现金流比率、股息率等，前面都加上“相对”以示区别。我们在图示上采用加“相对”的做法，但在行文时，出于表达的简洁，有时会将其省略。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率是 13.9%，最高市盈率组的回报率是 11.3%，而市场平均回报率是 10.2%。在整个研究期间，最低市盈率和最高市盈率两组间的年均回报相差 2.6%。最重要的是，最低市盈率组的回报每年跑赢市场 3.7%。

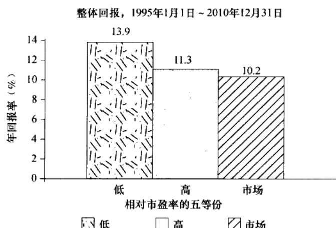


图 12-1 行业相关的市盈率

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data，Standard & Poor's，and Thomson First Call.

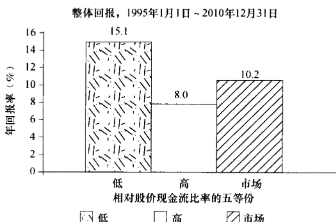


图 12-2 行业相关的股价现金流比率

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American data，Standard & Poor's，and Thomson First Call.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 12-2 显示了采用股价现金流比率策略的总回报率是 15.1%，超过了低市盈率策略的回报率。低股价现金流比率组的表现超过了高股价现金流比率组和市场水平，更是远超图 12-1 的低市盈率组。

表 12-1 显示了买入行业内的低市盈率股票，分别持有 2、3、5 和 8 年的回报情况。再一次显示，投资行业内的冷门股的回报与投资不分行业的冷门股的结果是相似的，只是前者显得略低一点。如表 12-1 所示，落后股持续跑赢了市场，但回报率与不分行业的逆向投资策略相比，随着时间延长，下降很快。采用这种策略时，最好每年对组合做出调整。股价现金流比率和市净率的情况（未附图）是相似的。

表 12-1 按照行业相关市盈率买入持有股票的回报 （%）

1995 年 1 月 1 日～2010 年 12 月 31 日

市盈率等级	2 年	3 年	5 年	8 年
低市盈率	**11.9**	**10.1**	**9.9**	**9.2**
高市盈率	**9.1**	**7.9**	**8.0**	**7.2**
市场	9.8	9.0	9.1	8.0

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Standard & Poor's，and Thomson First Call.

图 12-3 显示了在 16 年中，相对（或行业）逆向投资策略跑赢市场的情况。低股价现金流比率策略的表现最佳。用此法投资 1 万美元，16 年后变成 95 000 美元，跑赢市场 102%。[⊖]低市净率和低市盈率也很管用，高股息率也跑赢了市场，但逊于其他三种策略。

图 12-4 再次显示了市场跑赢行业内高市净率、高股价现金流比率策略，高市盈率策略是例外。前几章讨论的绝对逆向投资策略和现在的相对（行业）逆向投资策略的表现结果高度相似。图 12-3 中的所有“最差”行业逆向投资策略都跑了市场。

这些结果都是源于冷门股所在行业的卓越表现吗？不是的，行业里的最冷门

⊖ 其中股息进行了再投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，不管其价格低廉还是昂贵，都跑赢了每组中的热门股和市场。例如，低市盈率股票跑赢高市盈率股票近50%。证据表明，在任何行业，相对价值具有潜力。

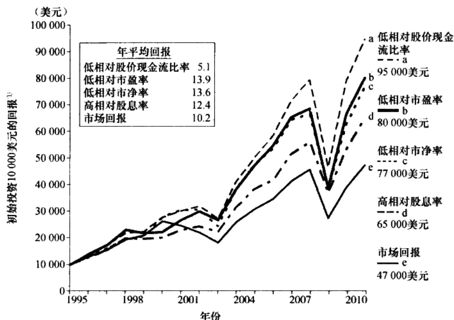


图 12-3 另一种价值型投资：行业相关策略（1995～2010年）
①1995年初始投资为10 000美元，投资每年都会经过再平衡。
Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Standard & Poor's，and Thomson First Call.

于是就引出了一项新策略，让我们用一个心理学指导原则总结这个概念。

心理学指导原则26：不必考虑行业组的平均价格是高还是低，根据4项逆向投资策略买入行业内最便宜的股票。

本策略在大多数时间里都能轻松跑赢市场，其背后的心理原因与我们之前讨论的逆向投资策略是一致的。看来这些令人惊讶的结果后面的驱动力都是情绪效应。

不管股票价格高低，选择行业内的最热门股和最冷门股，与选择市场上的这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

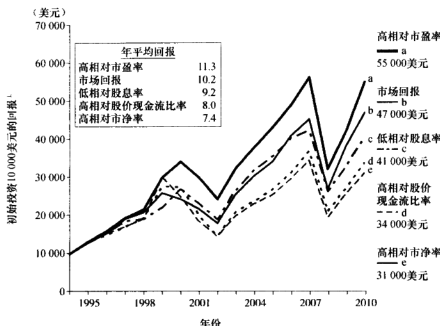


图 12-4 另一种成长型投资：行业相关策略（1995～2010 年）

①1995 年初始投资为 10 000 美元，投资每年都会经过再平衡。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Standard & Poor's and Thomson First Call.

两类股票，情绪对它们的影响几乎是一致的。在研究覆盖的 37 年里，行业逆向投资策略（市盈率、市净率、股价现金流比率）对情绪效应的依赖度更高。

表 12-2 显示了不同的逆向投资价值指标在最廉价和最昂贵的行业上的差别。例如，价格只是账面值的 90%，在最便宜的 20% 行业里，最低市净率组的回报率在整个研究期间达到了年均 13.4%（高于 10.2% 的市场水平）。作为对比，最低的市净率组股票，在最贵的 20% 行业里，是 2.2 倍的账面值。这是最便宜的 20% 行业的市净率的 2.4 倍多。这组股票可以提供超过市场 14.1% 的回报。浏览一下，表 12-2 也显示了最低比率策略的回报超过了最高比率策略，只有低市净率策略是例外。所以，我们现在有了两种不同的效应可以跑赢市场，它们都得到了统计证据的有力支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-2 逆向行业回报率（1995～2010 年）

排名最低的 20% 的行业			排名最高的 20% 的行业		
	比率	回报（%）		比率	回报（%）
低市盈率	8.9	*14.1*	低市盈率	17.4	13.2
低股价现金流比率	4.1	*15.7*	低股价现金流比率	10.7	14.8
低市净率	0.9	*13.4*	低市净率	2.2	14.1

注：比率处在最便宜的 20% 的行业的股票比最高的 20% 的行业股票要低很多，但比率排名处在最低的 20% 的股票总体回报率还要好一点。

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Standard & Poor's，and Thomson First Call.

为什么投资行业内最便宜的股票

也许你在想："买入行业内最便宜的股票与买入市场上最便宜的股票相比的好处是什么？"有一些理由可以解释为何这么做是有道理的。正如我们看到的，几百万投资者厌倦了不良投资建议的围堵，和其他很多机构投资同行一样，转去投资指数基金。交易所交易基金（ETF）的投资规模已经超过了 1 万亿美元。

新研究显示，买入一组主要行业的廉价股会带来卓越的长期回报，任何投资者都可以使用这个方法，从而让你能够参与其中。我们的研究表明，回报会远超指数基金。尽管这种策略不会适合于所有人，但对于那些愿意投资广泛分散化的股票组合，即 68 个行业中每个行业 2 只股票的投资者而言，这种策略是有效的。

这个组合和指数基金是不同的，因为它并未包括几百只股票，而是 68 个主要产业中的冷门股票。正如我们看到的，随着时间推移，其回报已经远超标普 500 指数。它可被看做类指数基金，不同的是，行业相关的投资组合具有跑赢指数基金的长期记录。

我们的研究也表明，一旦组合已经搭建好，如表 12-2 所示，对于这些逆向投资股，需要做一些微调。买入行业内最廉价股，不管采用哪种行业逆向投资策略都持有而不改变组合，这种做法和持有最廉价股的绝对逆向投资策略的结果是不同的，会产生统计学意义上的某种"衰减"效果，尽管仍能跑赢市场。建议你最好每一两年调整一下组合结构。

尽管我们继续研究行业战略，但我们相信，正如前面所述，它是由情绪效应和其他心理效应引发的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如格雷厄姆和多德在《证券分析》中所述，企业财富随时间推移而变化，也存在于行业逆向投资策略中。行业内的落后企业经常会勒紧腰带，改善管理，千方百计提高市场份额和开发新产品，导致其业绩在一段时间跑赢市场。

然而，这些改变当然是与情绪效应相关的。分析师和投资者慢慢改变了他们对落后股的看法。现在，当企业的表现令人惊喜时，市场会用高股价以示鼓励。对于热门股而言，过程正好相反，期望过于乐观，高到即便最出色的管理团队也达不到要求。有些事总是事与愿违。

让我们从了解“为什么”转回到弄明白“如何”上来，看看另一个对你有帮助的方法。买入每个主要产业的低价股，为你打开了一个比“绝对”逆向投资战略更广阔的世界。对于后者，无论你采用哪种方法，选择的范围只能是市场中的最便宜的那 20% 的股票。而前者可以让你的组合遍及市场中的每个行业的最便宜股票。你可以获得行业分散化投资的好处。

当大多数冷门股和产业表现低迷时，这种行业分散化投资可以防止你的业绩跑输市场。这样的话，如果一些行业，比如通讯设备或生物技术成为明星行业时，你不会觉得有被关在门外的感觉。你也不会总被定位在最不受欢迎的组别里，那样往往会在数月或几年时间里跑输市场。

尽管行业逆向投资策略的回报低于绝对逆向投资策略的回报，但它仍显著领先市场。正如我们看到的，对个人投资者甚至专业投资者来说，长期持有冷门股头寸是很难熬的，哪怕最后结果证明他们是正确的。

太多的咨询师和客户关注无用的季度投资表现，这类人的数量在上升，基金经理如果业绩落后的时间太长，容易被市场抛弃。是的，他可能会被证明是正确的，但总是为时过晚。对个人而言，争强好胜的压力是难以抵御的。这就是妨碍人们遵从逆向投资策略的首要心理压力。

防御型团队

“我能既吃到蛋糕又拥有它吗?”很多投资者可能会对行业逆向投资策略提出这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的要求。“我们看到随时间推移，它们提供了令人印象深刻的收益回报，但是它们在下行市场中的表现如何呢?”答案是相当不错，如图 12-5a 所示。图 10-5a显示的是绝对逆向投资策略，我们测算了所有下行市场的回报率。和绝对逆向投资策略一样，行业逆向投资策略在研究期间的 20 个下行季度里都跑赢了市场。类似地，图 12-5b 显示，所有的行业逆向投资策略在我们研究期间的 44 个牛市季度里，都跑赢了市场。

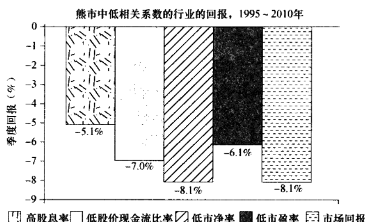


图 12-5a 熊市中的情形

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Standard & Poor's，and Thomson First Call.

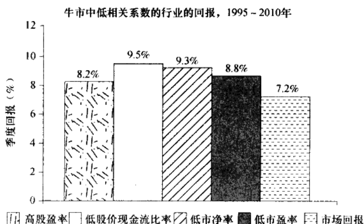


图 12-5b 牛市中的情形

Source：© David Dreman，2011. Data Sources：Compustat North American Data，Standard & Poor's，and Thomson First Call.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一结果和我们在《逆向投资策略：背离大众，跑赢大市》（1998 年出版，所涉及内容的时间跨度为 1970 ~ 1996 年）中的几乎一样强劲和引人注目，尽管两项研究所用的数据库和时间范围都是不同的。其共同点是这些策略都经过了时间检验，并被证明是有效的。

投资组合的其他考虑

我从哪里得到统计数据

你可能会问，如何划分组别？经纪行、咨询服务机构以及金融出版物经常刊登长长的逆向投资股名单。比如《价值线调查》每周列出其追踪的 1 700 家企业中的 100 家最低市盈率、市净率、股价现金流比率和最高股息率股票。其他两家统计数据库提供者，即美国个人投资者协会（AAII）和投资者联盟（Investors Alliance）也提供公司信息光盘，只收取很少费用。

你自己挑选逆向投资股时，应该满足一些简单的原则。首先，选择一个大型的市场指数，比如标普 500 指数，这样就很容易从很多渠道找到当前的市盈率、股价现金流比率、市净率和股息率的数据。标普 500 指数在 2011 年 9 月的市盈率是 12 倍左右，股价现金流比率为 7 倍，市净率为 1.9 倍，股息率是 2.3%。

挑选素质好的企业。经验法则是前 3 个指标可以是标普 500 的对应比率的 20% 或更大折扣，股息率应至少高于市场 1%。折价幅度越大，逆向投资的效果越明显。

依据前 3 个比率之一，选取底层的 20% 的股票，是谁都无法超越的选择。这对计算机而言可是一个好的分界点。正如我们在所有的逆向投资研究结果中看到的，它们总能跑赢市场。

如果你没有进行 5 分位分组，简单的方法也是相当有效的。如何找到比率呢？你的经纪人应该能很容易帮你找到这些信息。《价值线调查》和其他一些出版物，一般每周都提供相关数据表和高息股列表。股息每天都刊登在大报的财经版上，你可以将其与标普 500 指数的平均股息进行比较，标普 500 信息可以随时从很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渠道获得。正如所说，股价现金流比率和市净率可以低成本从晨星、价值线网站以及各种其他渠道获得。

尽管我不相信逆向投资必然成为所有人挑选投票的最终方法，但它确实一直都表现良好，无论是在牛市还是熊市，都很稳定。它也是我知道唯一可以有效和系统地过滤投资者过度反应的策略，而这种反应至今为止都是投资者犯错的重要原因。

逆向投资策略无法为你做的事情

无论你是选择什么样的逆向投资策略，要始终明白逆向投资策略是相对的而不是绝对的。这意味着它们无法帮你决定何时买入或卖出某只股票。其实就我所知，没有任何策略能成功做到这一点。我们在第 4 章看到的技术分析声称能够彻底解决这个问题。无论市场是高还是低，你都不会收到买入或卖出的信号。

逆向投资应该做的是给你的资本金最好的机会，特别是在当前困难的环境里。这意味着，在下跌的市场，你的股票下跌幅度应小于平均水平，而在市场上涨的时候，应能表现得更好。但要记住，平均值是骗人的。尽管逆向投资股在大多数熊市期间提供了较好的回报，但它们并非对所有熊市都是有效的。相似地，尽管随时间推移，逆向投资策略提供了远超平均水平的回报，但它们不是每次都能如此。把你自己想象成赌场老板，你的运气特别好，但是金融赌场与常规赌场不同的是，你会在一些年景里得不到好收成，比如 1997 ~ 2000 年或 2007 ~ 2008 年，回报明显落后。你最大的敌人是本书第一部分重点讲述的心理现象。如果你能控制强烈的冲动，成为胜者，即便是在困难环境中你的成功机会也会很高。

正如我们已经看到的，持有逆向投资股，无论是在牛市还是熊市，长期回报都是令人惊讶的。时间越长，结果越能给人留下深刻印象。我们很快会提到一些令人印象深刻的证据，持有股票是两种最佳选择之一，不仅在过去几十年是这样，在过去的 200 年里情况亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章
Chapter13

困难市的投资

对很多人来说，今天的投资世界，就像包裹在宇航服里的外星人一样陌生。透过这层外壳，你能听到裂开的嘶嘶声和从遥远的某处传来的流星撞击岩石的爆裂声。在半明半暗中，深不可测的危险的火山口近在咫尺。唯一来自地球的光线，看上去虽然很亮，但却遥不可及。如果你的运动过于猛烈，由于没有重力，可能会跌进火山坑或者跃上锯齿状参差嵯峨的顶峰。总之，欢迎你来到这里：这就是很多人今天所处的投资世界。

投资界是杂乱、艰难的世界，与我们十年前所熟悉的世界大不相同。我们将了解一系列特别重要的新的威胁、你如何处理它们，以及新的机遇。

大多数我们所了解的投资法则和掌握的思想，似乎已经变得更陌生。现在我们面临着大波动，快速崩溃，大衰退之后缓慢爬行的经济；金融衍生品是如此复杂，以致像美国国际集团（AIG）这样的巨型机构也因使用它们而身败名裂，股票和债券市场看上去运转常失灵。我们将不得不竭力调整，去适应这个改变了的不熟悉的投资世界。

突发下跌和2011年8月的市场恐慌

电子技术让以前无法应用的市场策略现在成为可能，但其结果有可能具有大崩溃的所有特征——在极短的时间里爆发。2010年5月6日，道琼斯工业平均指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数毫无征兆地剧跌了9.2%，这是自1987年股市大崩盘以来最大的瞬间下跌：10分钟内市值蒸发了8 620亿美元。尽管最差的一些交易被取消了，收市时跌幅收窄到3.2%，但投资者仍遭受了巨额损失。更糟糕的是，投资者的信心在被贴上"突发下跌"标签的2007~2008年的市场崩溃中受到了沉重打击。美国证券交易委员会和商品期货交易委员会在2010年9月30日披露了有关这次市场崩溃的报告，看上去只触及了问题的表象。至目前为止，证券交易委员会还在缓慢而系统地往前推进，许多对突发下跌有深入了解的专业人士担心证券交易委员会的进展过慢，就像1987年那样，为一场更严重的崩溃提供了可能。

市场上至今未被分析的一个巨大的新影响力量是高频交易（high-frequency trading，HFT）。大多数使用此种交易方式的人建立了交易系统，可以用计算机在几微秒（千分之一秒）内实现小的收益，大多数情况下，每股利润只有一美分的一个零头，但是交易量非常巨大。虽然没有准确的数字，但根据来自一些交易渠道的估计，截至2009年中期，高频交易的比例已占到美国市场交易量的近75%。而在这个十年的早些时候，该比例大约只有10%，2006年是33%，之后开始快速上升。除了巨大的交易规模，高频交易商只占了当今美国市场上近20 000家经纪机构的2%。

高频交易商网罗了科学家、软件开发人员、数学怪才和信息技术开发人员，他们的使命就是从每次交易中挤出哪怕是零点几美分的利润。RGM咨询公司是德州奥斯汀一家主要的高频交易商，在其门厅的石缸里塞满了硬币作为提醒，该公司每天交易量高达数亿股，每股赚不到1美分，他们就是用这种方式赚钱的。像RGM这类高频交易商是美国证券市场新兴的驱动力量。速度为王，即便是百万分之一秒，也能造成巨大差异。

高频交易商建立的总部遍布芝加哥、奥斯汀和新泽西的红岸（Red Bank）。算法、极高速计算机和直接电缆几乎可以光速传递数据，为其争取到几微秒的优势。借助极快的速度，他们能够从历史价格关系中迅速发现公开市场和私募市场上交易的股票之间的价差，并从中获利，而不是鼓捣股票本身。他们也使用认沽/认购期权和期货牟利。

迅速发展的高频交易领域吸引了大批身着牛仔服的年轻工程师，他们怀揣着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

智取对手的神秘机器。程序员做出能及时了解证券基金买卖意图的模型，在“博弈”时领先一步，抢占制胜先机。高频交易商也采用诸如冰山策略，将大的交易单劈成很多小单，用小的买卖单掩护大单交易，令其得以快速金蝉脱壳。

在 5 月 6 日美国股市 10 分钟崩溃事件中，高频交易充当了重要角色。根据证券交易委员会和芝加哥商品期货交易所的联合报告，芝加哥商品交易所的价值约 41 亿美元的期货合约被自动卖出，在引发这场下跌过程中起到了关键作用。合约一开始卖出，引发了高频交易机构的跟风抛售。

该报告表明，当瓦戴尔 - 里德（Waddell & Reed）[㊀] 执行一项 75 000 手标普 500 指数的迷你 E 合约[㊁] 作为常规对冲交易时，当天的市场已经跌了 3%。不管该基金如何申辩，这项交易并不“寻常”。这是由最激进的“T+0”回转交易的证券基金发动的，规模超过了基金资产的 15%。尽管卖出指令的操作非常小心，但高频交易商和一些经纪行在驱动价格下跌方面起到了关键作用。崩溃的关键是当标普迷你期货跳水后，他们停止买入，开始卖出，在螺旋下跌的价格上又加了压力。经纪人通过各种复杂的技巧减少了客户的卖单的执行，继续执行客户买单，这样就可以让经纪人和做市商卖出他们自己的库存股或减少持股数量。

流动性出现了短缺。第二天监管机构和交易所做了一些逆向交易，但成交价只相当于“雪崩”前的 60% 或更少。

投资者遭受了严重损失。总计 550 万股，执行价是“雪崩”前价格的 60% 或更低的 20 000 项交易被取消了。其中至少有一半是散单，还不包括有更大量的并未被取消的执行价格较“雪崩”前折扣幅度更大的交易单。是什么导致了监管机构的极度胆小的行动？

投资者的股票市值在几分钟内蒸发掉 60%，这是前所未闻的事情。在这次事件之后，对一系列的交易启动了熔断机制[㊂]，如果市场上涨或下跌超过了预先确

㊀ 堪萨斯城一家主要的证券基金。
㊁ 标普 500 指数合约的 1/5。
㊂ 熔断条款决定交易暂时停止之前股票可以上升或下降的幅度。这也被用于标普 500 和其他股票期权上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的幅度，涨跌幅度限制开始生效。对纳斯达克 100 指数中的股票的波动幅度为 3% ~ 15%（根据股价而定），对大型股波动幅度为 10%，对道琼斯工业平均指数和其他指数没有附加的限制条件。目前，涨跌幅度限制的规定相当复杂，而且因股票和市场而异。

为什么监管机构仅在数月之前还让个人投资者承受高达近 60% 的损失（相当于新限制规定的 20 倍）？这个问题从未被回答过。令人惊奇的是（或许不值得惊讶），从这场"雪崩"中赚到钱的只有高频交易者和一些经纪机构。

不幸的是，我们又一次看到交易所和监管机构失职了。谁从"雪崩"中获益了，小投资者、证券基金、高频交易商还是对冲基金？这个问题带有辩论色彩。当监管机构转移视线时，机构和小投资者被内幕交易者钻了空子。这是不是提醒你想起了更早前发生过的另一场崩溃？

这场"雪崩"也许只是冰山一角。经常被问及的问题是，与在最困难时候提供流动性（高频交易商强烈声称如此）不同的是，高频交易实际上是在吸收流动性。在 2010 年 5 月 18 日的"雪崩"之后，证券交易委员会和商品期货委员会的报告反驳了高频交易商的说法，声称"初步分析显示在 2：30 ~ 3：00，交易量骤增，买卖差价拉大，深度减小。在 2：42 ~ 2：45，随着深度减小，流动性也明显减少，表明后两个观察量的表现是一致的"。该报告继续评论说："在2：30 ~ 3：00 的半小时里，交易量达到前 30 天该时段平均交易量的近 10 倍。"报告指出，最密集的交易发生在流动性枯竭的关键时段，即：2：42 ~ 2：45。

标普 500 指数期货没有提供所有高频交易商所声称的额外流动性，与 1987 年市场崩溃几乎完全一样，它们实际上减少了流动性。沉重的做空行为打垮了价格。当恐慌生成的时候，做空者的标准操作流程是，当价格跳水时先暂停做空，等到买家开始返回时再继续。这为高频交易者创造了巨大的利润机会，这些都是在美国完成的。

熟知高频交易内幕的人声称，在 1987 年崩溃发生之前，这种事情与价格下跌具有很多相似性。仅从这个基础上说，高频交易对流动性不是恩惠，而是市场稳定的严重威胁，很可能引发另一场 1987 年式的市场大崩溃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高频交易的其他潜在问题

不幸的是，危险到此远未结束。根据彭博社报道，位于伊利诺伊州温纳卡的数据处理企业纳耐克斯（Nanex），声称有一些活动肯定是做了手脚，其研究人员发现某只股票出现过一秒之内有数千个挂单然后马上被取消的情况。这种处理过程产生了一个新名词“塞单”（quote staffing）。康坦戈资本顾问机构是一家位于三藩市的资产管理公司，管理着 20 亿美元资产的 CEO 乔治·菲格（George Feiger）说：“高频交易商对企业的基本面不感兴趣。他们只想赚完快钱就走。”

监管机构绞尽脑汁地寻找约束高频交易商和其电脑系统的方法。根据一些了解到的信息，美国证券交易委员会在考虑建立和严格规定在最小时段，比如 52 微秒期间内的股票买卖挂单才是有效的。证交会还在考虑，当市况糟糕时，是否要求高频交易商离场，以维持流动性，因为这毕竟是证交会的基本职能。

泰德·考夫曼（Ted Kaufman），当时是代表特拉华州的参议员，提出了保护标普期货跳水产生的损失的系列措施。他希望证交会限制挂单取消的数量。代理机构提出了监控每日交易超过 200 万股的机构的办法。

然而，这样的变革措施要求执法者要和高频交易商一样敏捷。麻省理工学院金融工程实验主任安德鲁·罗（Andrew Lo）说：“技术进步已经限制了我们对它们的监管能力。”他也是量化分析对冲基金阿尔法-新普莱斯（AlphaSimplex）的首席技术官，他认为“现在就像是蛮荒西部未开化的时代”。

8 月炮火

从 2010 年年底到 2011 年，正如我们看到的，证交会和交易所已经启用了熔断机制，规定了在一段时间内的期货指数和股票升跌的最大波动幅度。证交会也在继续对市场瞬间崩溃进行调查，传召高频交易商进行问询。

尽管有不少针对控制高频交易的批评，但监管机构仍允许在调查期间，继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用监控和限制措施。波动性保持在低位，股价在上涨。证交会和其他监管机构的进展很缓慢。

然而事情开始发生变化。2011 年 7 月 27 日，标普 500 指数下跌了 27 点，即 2%。而 7 月整个月只轻微下跌了 2.1%，相比 2009 ~2011 年的市场大涨，波动性是很低的，回调幅度也比较小。但是进入 8 月份，“屋顶”开始塌落。继 8 月 1 日温和下跌之后，8 月 2 日又下跌 33 点（2.6%），8 月 4 日又大跌了 60 点（4.8%），8 月 8 日再次跌了 80 点（6.7%）。同日，道指下跌了 635 点。从 7 月 8 日到 8 月 8 日，标普下跌了 17.3%，其中 13.4% 是在 8 月份的前 6 个交易日完成的，已经站在了熊市的门口（一般认为 20% 以上）。

波动性一飞冲天。在芝加哥期权交易所（CBOE）上市的恐慌指数 VIX（也被称为“恐慌指数”）用于评测标普 500 指数的隐含波动性。VIX 越低，人们的信心越高，市场也越不会出现快速波动。在截至 7 月的 18 个月里，VIX 通常围绕着 20 点附近交易，这被看做低的波动性水平，在那之后，恐慌浪潮席卷了整个市场。

VIX 飙升，标普 500 走低，几天之内，VIX 就涨了一倍，从 7 月初的 16 点开始启动，8 月初开始飞升。从 8 月 4 日的 32 点到 8 月 8 日 的 48 点，如此快的上升幅度在以前即便是自由跌落的市场也从未出现过。巨大的波动性导致人心惶惶。全球市场因受到美国影响也大幅下跌，很多市场的波动幅度比美国市场还大。

在不到 3 周时间里，美国投资者的损失超过了 3 万亿美元，情形颇似争先恐后逃出失火剧场的出口。截至 9 月中旬的 4 个月里，投资者从美国股票基金中撤走了 750 亿美元，超过了雷曼倒闭后的第 5 个月时的情况。同时，黄金和近乎零收益的国债价格直线上升。到 8 月底为止，全球投资者从股票基金中撤走了 920 亿美元的资金，超过了 2009 年春天股市开始启动时流入股票基金的资金总和。

恐慌在投资者间蔓延传染。很多人不计代价地卖出，经过 2007 ~2008 年市场崩溃之后的 27 个月的升市，开始掉头向下再创新低。直到写作这本书的 10 月初，股价还在下跌，股市仍在大幅波动。

涌入银行的资金也是如此，一些银行，包括纽约银行，宣称将对大额存款收费，这种事前所未有，这一切从何说起呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战场上的浓烟还未消散，而且好像再过几个月也不会明朗，监管机构和专家们越来越关注高频交易，并将其视为主要障碍。这期间，高频交易翻了 2 倍，成为美国市场的主力。根据《华尔街日报》的报告，市场研究机构 Tabb 估计 8 月份高频交易量的增加，将其在美国股市交易量占比从上个月的 53% 提高到了 65%。

包含高频交易的数量超过了 80%，表明这些机构这段时期是赢得多，相反其他投资者则损失惨重。从 8 月 4 日到 8 月 10 日，每天的股权交易总量平均为 160 亿股，是有史以来交易最繁忙的 5 个工作日。报告进一步指出，8 月 8 日的交易量奇高，当天道指下跌了 635 点，使其成为史上最忙的第 4 个交易日。Tabb 估计高频交易商当日买卖了近 6 000 万美元的美国股票和期货。那一周的利润介于 4 000 万 ~ 5 600万美元。

文章引述了一些获利丰厚的机构，指出 8 月 8 日和 9 日是 Tradeworx（位于新泽西州红岸）的胜利日。总部位于芝加哥的 Getco 也是大赢家。纽约东锡托基特（Setauket）的对冲基金复兴技术公司据说在 8 月的头两周，其下管理的 2 只基金赚了 2 亿美元。

作为对比，该文章说 Tabb 估计 2009 年高频交易在股票上赚了 72 亿美元。高频交易商在股票期货和大宗商品，比如石油、黄金以及其他市场上也很活跃。当其他股票买方，包括大型对冲基金、证券基金和个人投资者损失惨重的时候，高频交易商却获利丰厚。Tabb 研究总监亚当·萨斯曼（Adam Sussman）在文中说：“个人投资者几乎一无所获，而高频投资商却赚得盆满钵满。”

更能说明问题的是，彭博新闻社采访了威布什证券公司执行副总裁加里·威布什（Gary Wedbush），其公司是高频交易的最大的执行和清算行之一。他说：“高频交易商的一些算法和自动系统的交易量会达到一般波动环境下的成交量的 2 倍、3 倍或 5 倍之多。”他补充道，“我们看到的是巨量的高频交易，他们的业务就是交易，波动带来了更多的机会。”他提出了一个不错的建议：“你可以看看 VIX 图表，它和高频交易量几乎具有完美的关联性。”威布什如是说。华尔街以外的说法认为，高频交易是导致恐慌的基本原因，它造成了股票和指数期货价格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剧烈波动。记住，在“雪崩”时，股票会因几分钟内的这种波动，价格下跌60%或更多。

巨大的波动性可以让高频交易商获利，但是上涨和下跌的速度太快，几乎吓坏了所有的机构和个人投资者。在短暂的时间内发生这么大的波动以前几乎没听说过。这必然会造成市场恐慌。

和其他人一样，我觉得很难认为高频交易商是合法的做市商，对我们很多人而言，它们可被更准确地看做财富的毁灭者。

有些交易员认为这段时间的市场波动源于市场操纵。接受美国全国广播公司财经频道 CNBC 采访的资深交易员也强烈支持这种看法。荣·纳贾里安（Jon Najarian）指出8月3日之后发生的事件就是这么回事。他还特地引述了仅在2011年7月5日当天，联合报价系统（Consolidated Quote System）中出现申报交易单量达到了每秒钟100万个，处理能力提高了33%。“在动荡的市场中，”他说：“投资者甚至看不到什么事情在发生。”其他交易员同意他的看法。蒂姆·西摩尔（Tim Seymour）说：“那里散发着人为操纵的气息。”交易员乔·特拉诺瓦（Joe Terranova）说，无论你做什么都会成为麻烦。“因为机器的缘故，事情发生得更快，程度也更严重。”荣·纳贾里安补充道，“我们需要证交会和商品期货交易委员会介入叫停这种行为。”

一些高频交易策略实际上已经引起了监管者的注意。他们正在调查大批的像激光一样密集的交易单提交和撤销是否会在几微秒之内扭曲证券价格，特别是，是否有很多机构同时采用类似的算法下单引发了价格扭曲。如果市场在快速下跌，潜在的卖单像波浪一样突然涌入，趋势明显会加快。

证交会用了几周时间调阅部分高频交易商的记录，分析它们在一些主要价格波动事件中的角色，包括瞬间“雪崩”和相关活动。证交会主席玛丽·夏皮罗（Mary shapiro）在那年初的一场演讲中说：“我们有必要评估围绕高频交易机构及其算法的所有监管结构。”她重点关心的是那些算法在市场受压时能否正常工作。根据商品期货交易管理员会负责人斯考特·欧马利亚（Scolt O’Malia）的说法，2010年5月的市场瞬间“雪崩”之后，三个类似事件的发生也牵涉到了交易算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法。司法部和证交会正在调查高频交易活动是否被人为操纵。

针对高频交易的活动在几个月前扩展到了欧洲，这些市场的相似反应导致了欧洲最高证券监管机构——欧洲证券和市场管理局（ESMA）开始规划一系列严厉的新规以压制高频交易。这些规则很快将形成正式文本，被纳入现存的两大证券法中，2011 年开始实施。这些规则的引入是在纽交所-泛欧交易所（Euronext）年初 6 个交易日因剧烈波动导致 3 次交易中断之后。英格兰银行金融稳定副总监安德鲁·哈尔登（Andreu Haldane）7 月初说，高频交易的快速发展导致了价格“异化”，引发了对恐慌蔓延的担忧。对高频交易更多的质疑证据好像每天都有发现。

对我来说，在这朦胧不清的交易环境中，清楚的是，高频交易可被用于很多交易策略。但从已经看到的情况中，我认为在近期的两个市场危机中，一个策略已脱颖而出了。高频交易者借助高速（一秒的千分之几）加快了市场的上涨或下跌。如果市场像“雪崩”一样下跌了几百点，卖单开始增多，高频交易商大量做空标普期货和其他证券工具。由于高速的要求，这些都是由计算机完成的。高频交易商也可以在开盘和收盘阶段积极参与，此时的市场涨跌都很快，可以加强任一方向的变化幅度。

看上去大多数高频交易商的算法都是以某种情景为蓝本设计的，当一个交易商开始卖空时，其他交易商的电脑算法几乎同时启动卖空。我们已经看到了这个策略是如何导致“雪崩”，让道指在 8 ~ 10 分钟内暴跌 600 点，最后导致恐慌情绪蔓延到整个市场。恐慌从标普股票期货开始，蔓延到股市，引发股票抛售。我们已经看到，“雪崩”导致了残酷的“大屠杀”，很多股票价格下跌幅度高达 40% ~ 60%。

我们也发现高频交易商在几微秒内挂出大量买卖单，然后在几微秒之后又取消了这些挂单。他们提出的一些理由，比如为了平衡买方的头寸，看上去似乎是合理的。但这是和大量挂单而并不想成交的做法有很大差别的，后一种做法在快速下跌的市场颇值得怀疑。在恐慌的市场里，价格往往会被压得更低。一小撮高频交易商试图拉低价格，先让大量卖单挂出，屏幕上显示出一波大抛售，然后又在几微秒后取消这些卖单，其他投资者可能很容易被愚弄，认为几秒后将会出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨量卖单，导致投资者和操盘手争先恐后地卖出“逃命”。

同样的策略也可用在大幅拉升的市场。只有在这种情况下，这个策略才能被用于保持市场上涨，而且有可能让其加速上涨。高频交易商可以在上涨和下跌两个方向获利。他们所需的是无论上涨下跌，都要有足够的波动幅度，最终的结果是波动性会远大于其应有的幅度，而太多的人会因为这些赌徒行为而被迫永远离开市场。

市场期望低波动性和平衡的环境以便做出投资决策。高频交易者想要的是不稳定的快速上涨或下跌的市场。他们所需的用于获利的极度不稳定性，导致了我们看到成千上万的投资者退出市场。了解高频交易者为了提高市场波动性而创造恐慌的艺术手法是很有趣的。他们在 2011 年 8 月获得了丰厚的利润，而当时大多数投资者，包括大多数专业人士都亏了钱。高频交易商通过这些活动快速赚取利润的做法，显然与大多数市场参与者的利益是背道而驰的。

高频交易商的行为极像雪球的比喻：在沿着山坡滚落的过程中越来越大，最终变成雪崩。记得我们从高频交易参与者那里多次听到过，市场越波动越好。高频交易机构喜欢波动，正是因为它创造了巨大的波动，他们没说出的是大恐慌。

我们不知道是否存在一些大型高频交易机构操纵市场的情况。但是，如果我的描述是正确的，这不仅对美国证券交易委员会是个挑战，对专业投资者和个人投资者也是个挑战。这帮交易商丝毫没有自己持有股票或者指数的兴趣，参与市场的时间不会超过几微秒，他们是市场的真正威胁。当然，高频交易对市场的破坏不是有意的，高频交易商至少不会杀死能为其产下金蛋的鹅。但是，在他们向利润飞奔的时候，其行动确实威胁着市场。

如何才能阻止这个对市场的主要威胁呢？并不容易做到。正如我们看到的，在 1987 年市场崩溃的时候，类似情况正是由指数套利和投资组合保险的相互影响造成的。然而 1987 年的爆发是偶然的，而现时的情况看上去是有意的。如果不是做得太快，高频交易看上去是在较长时段保持波动性的更有效的武器。

一种解决方法可能是，让这些交易股票期货的机构将利润率要求提高 25% 甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至 50%。另一种方法是限制他们快速买卖标普 500 指数和其他期货的仓位，因为这个仓位规模会毁掉市场。第三种方法是证交会去年 9 月提出的建议，设定更小的涨跌幅限制，从 10% 降为 7%，而且用涵盖更大范围的标普 500 指数代替道琼斯工业平均指数。第四种方法是适当提高每股的交易成本，既然高频交易商仅仅为了每股不到一美分的利润而交易，稍微调高交易成本就会明显降低交易频率。我肯定在这件事上有更复杂想法的人，还能提出更多的办法，希望不久就会出现更多的方法，因为我们的市场确实在经受着严重的威胁。

通向灾难的快车道

证交会和商品期货交易委员会的使命是保护公众，而不是纵容一帮身穿牛仔T 恤的电脑高手，他们存在的唯一理由就是通过交易掠夺投资者的财富。如果他们提供的是合法的服务，而且不增加对一般投资者和证券基金的危害，那么也很难从他们的活动中发现异常问题。但是从我们对市场瞬间雪崩和更多地从 2011 年7 月末到 9 月的毁灭式下跌的简要总结中看到，实际情况并非如此。证交会注意到，在市场瞬间崩溃过程中，波动性增大，股市震荡。更有诸如“塞单”的做法，使得高频交易者可以在几千分之一秒内先挂单再撤销，而且其他一些方法也都具有潜在危害性。

这些策略已经被投资界最聪明的人整合在一起了，他们在高速系统和操作这些系统的专业人员身上已经投入了上千万美元，这显然不是为了做慈善活动。就我们所知，高频交易可能对公众和主要的金融机构都有危害。尽管笔者和很多人都相信高频交易导致了广泛的操控，但证交会仍在调查该项指控。我们很多人会质疑，在这些崩溃事件中，为什么看上去只有高频交易机构在赚钱，最终结果是投资者的资本以及他们对市场的信心遭受了巨大损失。有些严重的质疑还需要更彻底的调查。审慎地推进对大多数投资者的保护，应严格限制高频交易的操作，直至这些问题得到解决。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你应该做什么

如果我没说错的话，高频交易有很多手段让你受到伤害。最糟糕的当然是由高频交易造成的严重的市场崩溃。但这不是一个让你退出市场的理由。首先，监管机构正在慢慢地朝着对此事采取措施的方向推进。最糟的情况是他们等待的时间过久而市场已被摧毁。在这种情况下，如果事实已被大家了解，我认为市场会以 1987 年崩溃之后类似的恢复性上涨回到原位。

其实在这期间你可以做一些事情避免“流血”。高频交易商可以从其制造的市场恐慌中大赚一笔，尽管他们发誓事情不会是那样。为了避免这种情况，不要采用止损单或者以市价执行卖单。应采用限制单，对经纪人卖出的价格做出限制。如果这样做，你的股票、衍生品或者期货合约就不会在市场下跌很多点时被卖出。在问题解决之前，不要使用止损单，否则损失更惨重。止损单过去是有效的，但是有了高频交易之后，它们可能会变得像俄罗斯轮盘赌一样糟糕。

波动性旋风

高频交易造成了巨大的波动性，但它还只是这个奇异世界的威胁之一。除了这些，更大波动的可能性是另一个威胁。波动性在 6 月超过了 3 年的最低水平，它可以瞬间改变，并会因价格快速变动或一系列金融、经济事件而持续剧烈震荡。在 2008 年秋天，恐惧像烈焰四起的森林大火一样到处蔓延。一些投资者为了保护手中持有的蓝筹股买入了认沽权证，这样他们就有权在市场下跌、股价受压时卖出股票。在波幅特别大的时候，这样操作的成本可能会变得极高，有时会在 90～100 天内上涨到本金的 20%～25%。对一年期来说，如果认沽权证的权利金保持相对不变，成本每年会增加 80%～85%。一些不知名的发行商的期权价格按年化率计算上涨了 130% 之多。

实际上，通过购买认沽期权得到的保障，几乎可以在一年稍长的时间里跑赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何蓝筹股组合。作为对比，通过购买认沽期权得到的收益，远比 18 世纪和 19 世纪初伦敦的劳氏船务公司出售由新大陆和远东返航的商船和货物还多。

我希望这个例子能告诉你，在危机时期，采用期权显然是没用的。你的对手方通常是经验丰富的交易员，他几乎已经充分将自己保护起来，而且可能收取了一笔可观的权利金而不会冒任何损失的风险，因为在期权交易中，很少有人愿意行权。

还有一些别的途径，比如卖空持有股，这种方法的成本更低。如果你这么做，同样的问题是，当在恐慌时卖出的时候，差不多是在市场底部。即便采取了下跌保护措施，卖空持有股会让你在市场反转时手中没有任何股票仓位。比如，如果我忘记了投资策略，而且在 2009 年 3 月当股价跌向新低时恐慌了，这种做法有可能导致我完全错过 2011 年 6 月份标普 500 指数 100% 的上涨。糟糕的是，这种情况几乎随时都会发生。

大约在 10 年前，我公司的客户主管担心市场会再次下跌 5%，他从股市撤出了所有的资金。我建议他不要那样做，因为把握好市场脉搏是很难的。他按照自己的预感采取了行动，结果证明他错了，市场又上涨了 10%。幸运的是，我的公司没有这样做，我们也没有让客户这样做。

不幸的是，波动性是我们不得不接受的。每隔 80 年或 100 年，我们就会重新经历一次。但是，如果坚持到底，我们会最终拥有一个很大的投资组合。回忆一下逆向投资组合，一般在下跌的市场也能胜出。

保护性措施

措施 1：认沽和认购期权

你会购买期权来保护你的投资组合吗？前面说过，认沽期权在恐慌市场不是一项好投资。期权可以保护波动市场上的投资者。如果投资者认为价格会上涨，可以买入认购期权。如果以今天的市场价买入，他应支付较重的权利金，以便能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够在此价格行权。类似地，在一个更正常的市场，如果投资者认为市场将要下跌，可以卖出一个认沽期权，以便能够在未来某个时间以市价或接近的价格卖出股票。时间越长，权利金越高。

听上去可能挺简单的，但是在波动的市场上，这是个相当诡异的博弈。首先，权利金的价格高，市场波动越大，其价格越高。在 2008 年 12 月和 2009 年 1～2月间，权利金的价格上涨高达 20%。据了解，某些股票的期权金的季度和年化价格更高。这意味着如果买入认购期权以便日后能买入股票，你要花一笔本金持有一段时间，比如 9 个月。如果股价上升 50%，你只能盈亏相抵。这是个好主意，不过成本太高。

有一系列期权令这种计算变得很复杂，而且还会有陷阱和猎食者。买卖期权的人想从你身上获得尽可能多的收益。这就是博弈。翻译过来就是，你支付正常的权利金（用布莱克－斯科尔斯公式计算）[⊖]，如果股票不能变现，可能要支付给卖方更多的钱。

底线是如果你不是非常了解，就不要购买期权，这种概率是用来对付大多数人的。另一方面，除非很了解其中蕴含的风险，否则永远不要卖出期权。

那么对于前面讨论过的恐慌指数 VIX 会是什么情况呢？它是否也会帮助投资者保护自己？当波动快速扩大时，VIX 的买方将会赚钱，而波动幅度减小则会赔钱，这是一种最新的市场赌博游戏。VIX 的数值由芝加哥期权交易所根据实时的标普 500 指数期权报价计算。

但是无须害怕，芝加哥市场的“大总管”为你准备了许多对赌 VIX 的方法，毕竟交易所是要靠巧思妙想赚钱的。一系列的 VIX 衍生品可以让交易者得到 VIX 头寸而无须持有这个指数，包括 VIX 期权、标准 VIX 期货合约、新近出现的迷你 VIX 期货，以及其他更多的新奇变种。

如果波动性扩大，买方会赚钱；如果波动幅度收窄，卖方获利。这是一种有趣的投机工具，主要供交易所的“捕猎者”使用。我认为有一个例子很有说服

⊖ 风险权利金是不正确的，也帮不了你。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力。2009年1月30日，一个新的交易所交易基金VXX ETN上市，用于买入VIX期权。截至2011年6月，该基金下跌了94.9%。VIX指数在校正后跌去了63.2%。校正的损失是来自合约过期的成本、佣金以及买入每份新合约的加成。该基金最终又损失了31.7%。想想就会明白，VIX期权不会出现在保守型的投资组合或者明智的账户中。

措施2：交易所交易基金

交易所交易基金（ETF）通常比大多数证券基金的手续费低。这种基金往往是固定投资组合，因此交易成本也比较低。与证券基金不同的是，这是不用赎回的，可在公开市场上交易。大约有几百种ETF设立，用途从卖空30年期国债[⊖]、买卖黄金，到投资于特定行业，无所不包。ETF可以帮你完成投资目标，可以提供在波动较大但有发展潜力的行业的多样化投资。在震荡的市场中，分散投资非常重要，因为任何行业都有足够大的风险，拥有行业内的单一股票总是很有风险的。你不仅要承担巨大的行业风险，而且如果你把所有鸡蛋放进一个篮子里，风险还会显著增大。

这里有两个例子，如果2008年你买了金融股，会有巨额亏损，如果买了错误的股票，投资就打了水漂。然而，如果你买了一只ETF，比如XLF——标普500指数中所有金融股的加权平均，那么尽管你会遭受毁灭性损失，XLF从2007年高点到2009年年初低点下跌了83%，这是自大萧条时期以来最大的下跌，但是之后你的投资会反弹。从2009年3月到2011年6月，涨幅超过了158%。我相信金融业将会强劲反弹。

另一个例子是SPDR标普勘探与生产ETF（代码XOP），该组合包含了很多油气勘探和开采企业。自2008年6月达到71.38美元的历史高位之后，开始自由下落，11月20日到达23.01美元低位，在不足5个月内下跌了近70%。之后开始

⊖ 如果想输钱输得更快，你也可以加倍做空债券，几年前我公司里的几个年轻的分析师坚信债券的价格将会迅速下跌的时候就这么做了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反弹，随着油价上涨，到2011年6月上涨了161%。这两只ETF是两个好案例，告诉你在喜欢的行业可以有更多的分散投资。只是应该知道的是，这些ETF会有更大的波动，我们过去经历过，以后还会再次遇到。只是希望不会像2008~2009年初或2011年八九月间那么残酷。

另外要留意的是，很多ETF规模小、交易清淡，较难易手。要注意每天的交易量是否足够大，以便你的订单相对较小，易于出手。还要检查其净资产值，这是每天都可以厘定的。留意市场价格应高于净值。

措施3：行业基金

行业分类基金与ETF的不同之处在于，前者由基金经理挑选股票，因此收费会更高，而且费率是基于基金经理的业绩表现。然而其中仍有不错的机会。我建议你先查看基金经理的至少10年的业绩记录。只有在行业内领先，他才值得关注。另外也要看基金的收费。长期业绩不佳是高收费的一个主要原因。

措施4：领先市场的证券基金

正如我们看到的，自从采用业绩测量方法，在10年期内，仅有10%的基金经理跑赢了市场，这没什么值得大惊小怪的。如果你不想亲自做投资，证券基金可以帮你分散投资，但是我们都希望有好的业绩。幸运的是，这里有一些不错的答案。第一个是购买具有长期跑赢市场记录的证券基金（成本和费用也要考虑进去）。我建议至少要看10年的表现。要确认该基金目前还是由创造了这项业绩记录的基金经理管理。很多时候，情况不是这样。

在有限的几只基金中，最好的方法是买入的基金具有广泛的组合。在选择过程中有大量的资源可帮助你，包括理柏、晨星、价值线证券基金服务、《福布斯》《巴伦周刊》[⊖]，这些都能为你提供基金的季度表现信息，以及发行后几年的记录。

⊖ 《福布斯》通过至少两个熊市的业绩来获得熊市中的排名。最好的基金就是所有证券基金中排名前5%的基金，而《福布斯》的排名则是垫底的5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择符合你的策略并在较长时间跑赢市场的基金，这样可以从大量的基金中把选择范围缩小到几只。表 13-1 给出了经历近 10 年间牛熊周期的一些有价值的大盘股证券基金回报率。这些数据来自理柏。

表 13-1 表现最好的大盘价值股基金：截至 2011 年 6 月 30 日 10 年期的排名

公司	资产总额（100 万美元）	10 年期回报率
瓦萨奇大盘价值股基金	1 812. 8	7. 2%
ING 公司领袖信托系列基金 B	580. 9	7. 1%
美国独立股票基金	158. 5	6. 4%
先锋卡伦价值基金 A	5 354. 5	6. 4%
福治谷基金	27. 1	6. 0%
联邦三叶草价值基金 A	945. 5	5. 9%
弗雷斯特价值基金 N	12. 2	5. 6%

Source：©David Dreman，2011. Data Sources：Lipper Inc. and Factset Research System Inc.

措施 5：指数基金

除非你挑选的基金有较长时间跑赢市场的记录，我建议你购买复制标普 500 指数、收费低廉的指数基金。先锋 500 指数投资分享基金（1 126 亿美元资产）就是这样一只基金，每年收费仅 0. 17%。它是一只复制标普 500 的低成本指数基金。另一个选择是标普 500ETF。最大的一只是 SPDR 标普 500ETF，资产达 942 亿美元，费率 0. 15%。如果你喜欢大盘价值股指数，最大的一只是 Shares Russell 100 指数基金，资产 120 亿美元，费率 0. 15%。Russell 1 000 是目前美国最受追捧的国内价值指数。

你们中也许有人更喜欢小盘股指数。这里有两只可供选择：Shares Russell 2 000 指数基金，资产 156 亿美元，费率 0. 2%。先锋小盘指数基金，资产 226 亿美元，费率 0. 26%。这两只基金都包括了价值型和成长型股票。

还有一种有趣的投资策略，是逆向投资策略的变种，接下来讨论这项策略。

买入－清理（buy-and-weed）策略

我们已经见识了买入并持有策略的成功，其变种是买入一个逆向投资股组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合，过一段时间，无论是跑赢还是跑输市场，都做一次清理和调整，用新的逆向投资股替补被调整出去的股票。例如，如果你有一个包含40只低市盈率股票的组合，每只股票占比为2.5%，当你卖掉其中10%的股票之后，你需要增补4只新的低市盈率股，每只股票的权重为2.5%。对研究结果的总体回顾表明，长期持有（5～6年或更久），回报通常会降低。这种方法会提升回报率，比仅仅是买入持有的回报率要高。

清理的过程可以让你将逆向投资组合保持在平均收益水平之上。无论如何，选择任一种策略都应该有机会在控制低风险的同时，花费最少的时间做选择，并跑赢市场。

其他逆向投资策略

国外基金

直到最近，相比美国经济的不景气，国外市场更为欣欣向荣。在保守型投资者赌欧洲、日本市场的时候，数十亿美元正在流入中国、环太平洋地区、拉美、巴西和阿根廷。你应该介入外国市场吗？是的，不过要小心。

首先，国外市场已经增长了很多，其次悲观主义仍在到处扩散，尽管2008～2009年有所缓解，但悲观情绪达到了自大萧条时代以来的最高点。毫无疑问，人们非常恐惧，尽管美国经济会在若干年后走出洼地。如果这个判断正确，未来还会迎来一个牛市，特别是如果几年后通胀开始快速上升，这个概率是很大的。

而且，国外市场由于成长型、财政实力和更负责任的投资法规展现出了过去少有的潜力。记住，在国外投资的指引和在美国是一样的。首先不要因为概念令人激动就进行投资。就在不远的过去，在中国内地、中国香港、俄罗斯和墨西哥的投机活动，就曾经让投资者损失了几亿美元。教训之一是，国外投资不是灵丹妙药，你应该采取和在美国市场一样的逆向投资策略。1997年的亚太金融风暴是投资者不按规则行动的典型案例。要特别留意在这些地区经常占主导地位的投机浪潮。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个重要的考虑是，当你买入外国公司股票时，要承担汇率风险，这会影响到你的总收益。在国外市场强于美国市场的那些年里，收益主要来自于弱势美元而非强大的海外市场。所以，当这几年美元下跌时，国外投资组合的回报都相当可观。这不是来自于市场，而是因为那些股票值更多的美元，这与今天的情况相似。如果美元走强，局面就会翻转。

表 13-2 给出了美国股票和国外股票的回报率，这些股票分别来自标普 500 和 MSCI EAFE 指数。EAFE 是指欧洲、澳大利亚和远东，该指数用于评测美国、加拿大以外发达市场的表现。

表 13-2 MSCI EAFE 与标普 500 的整体回报（2010 年 12 月 31 日）

	3 年	5 年	10 年	15 年	20 年	25 年	平均市盈率	市场平均资金①
MSCI EAFE	-6.5%	2.9%	3.9%	5.1%	6.2%	8.5%	14	50.2
标普 500	-2.9%	2.3%	1.4%	6.8%	9.1%	9.9%	15	88.2

①单位是 10 亿美元。

Source：©David Dreman，2011. Data Sources：FactSet Research System and Bloomberg LP.

看看 6 组业绩栏，用 MSCI EAFE 评测的外国股票的业绩与标普 500 的对比。这两个指数在 6 个季度中的 4 个季度交换了领先位置。就像是在赛马，随着时间推移，表现更佳的一个可能只是微弱领先。

让我们做一个更难的选择。正如我们所知，股票是个脾气特别坏的家伙，其行为在不同的时段是难以预测的。还是一些因素投资者应加以考虑。持有美国股票可以让你避免担心汇率波动，远离交易平淡的投机市场和抛开地缘政治顾虑。

结果是平局。没有疑问的是，除了欧盟，国外市场目前都比较健康。但是我们可以绝对依赖它们吗？如表 13-2 所示，其市盈率不低，市值却更小。

还要牢记的是，并非所有国家都同等安全。我觉得投资西欧会更放心，如果市盈率降下来，投资日本也不错，我对投资中国、环太平洋地区、南美或俄罗斯更谨慎。银行和投资者在巴西、阿根廷、俄罗斯都遇到了挫折，因为银行坏账和重组，这些投资者经常亏损一半以上。外国证券的保荐人经常安慰我们说现在情况已经不同了，也许是吧。但谁能保证一个曾经有过债务违约行为的政府以后不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会再这么干呢？

在探讨了国外投资的危险之后，我要指出的是投资境外证券也是个机遇。个人投资者的一个最佳战略是，买入在美国市场交易的符合逆向投资策略的外国股票。这是我经常在自己管理的投资组合中所做的，成功率很高。[㊀]

这样做避免了境外经纪较高成本、保管费用和兑换外币的价差。美国托管凭证（ADR）代表在美国市场交易的一定数量的国外证券。很多大型 ADR，比如皇家荷兰壳牌石油、索尼、飞利浦电子都在纽交所上市，大多数都提供英文的详尽财务信息。

操作很简单，已经有大量的外国股票、基金和其他金融工具在美国活跃交易。由于外国股票有时在低于价值的价格水平交易，所以投资它们是有意义的，采用逆向投资指标，买入同行业的美国公司股票。例如，总部在荷兰的巨型消费品厂商联合利华规模约为宝洁公司的一半，市值为 900 亿美元，相当大。该公司相比美国消费品企业有更低的市盈率和更高的股息率，未来几年具有与分析师期望相近的成长性。还有一些外国公司也比其美国同行出色，可以从《价值线投资调查》和晨星公司网站找到这些公司，专业投资者可以使用彭博、Fact Set 以及其他系统。

你也许会和我一样，发现在某一行业内比美国企业更有价值的公司，或者按照国家和行业建立一个分散投资组合。通过美国存管凭证可以构建一个充分分散投资的国外股票组合。许多这类大的 ADR 可以轻松通过逆向投资指标的筛选。但是要记住，外汇风险并未消失。如果外国股票在美国挂牌交易时美元相对该国货币升值，其价格会下跌，反之价格则上升。

还有一些其他的进军海外市场的保守策略。其一是买入指数基金或类似的替代产品，它代表的是美国以外的股票加权价值。如果我去买外国基金，我会选择一只具有良好记录的指数或逆向投资基金。

㊀ 我们公司有一个低市盈率 ADR 国际基金用这种方式进行精确的投资。该基金自启动以来即被理柏资讯排名第 13 位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二种选择有时是很划算的，即买入投资于具有好的前景而且政局稳定的主要国家的封闭式基金。当然，最好是这些基金还未受到追捧时买入。

投资海外的首要原则和国内投资是完全一致的：价格便宜时买入，不要在每个人都在哄抢、媒体上充满鼓噪时才动手。正如国内那些热门的 IPO 和概念股，我们知道，在价格狂涨之后必然会被套牢。

最后，要说明的是，使用逆向投资策略不得不重点关注的一个最难回答的问题（对其他策略也一样），即何时应该卖出？

卖出的时点

不论使用哪种策略，最难做出的决定是何时卖出。对于这个问题，有多少投资者就有多少个答案。但即便在专业人士中间，也少有人坚持遵守自己的卖出法则。心理力量误导了大多数卖出决定，结果经常是毁灭性的。我见过很多基金经理都会设定严格的卖出目标，我早年也是这样做的。但当股价快速向这个预设价格移动时，利好消息通常会随之而来。

如果一只股票买入价是 20 美元，卖出的目标价位是 40 美元，当股价涨到位时，基金经理经常会把目标值调到更高价位。40 美元变成了 50 美元，然后再提高到 60 美元。这样经常会导致基金经理走了一圈回到原点：坐着电梯升上升，再坐着电梯滑下来。

即便我们懂你，看上去最安全的方式还是依靠机械化的指引，这样可以过滤掉决策中的大量情绪影响。我将我使用的通用法则列为一个心理指导原则。

心理指导原则 27：在市盈率（或其他逆向投资指标）超过市场水平时卖出，不管该股票的前景看上去多么诱人，用另一只逆向投资股取代它。

例如，假定我们采用的是低市盈率策略，市场平均市盈率是 16 倍。如果我们手中一只股票（比如雪佛兰）买入时的市盈率是 10 倍，现涨到了 16 倍，那么我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们应该卖掉它，换上另一只低市盈率股票。[⊖]

最基本的原则很简单：当你买入股票的时候就要确定卖出点。当达到卖点时，请拒绝诱惑与贪婪，果断卖出。落袋为安后你可能会觉得不快乐，因为之后股价通常会升得更高。但是，何必那么贪婪呢？你已经有了很不错的收益了，这就是游戏的意义所在（唯一的例外是当你确实有十拿九稳把握的时候）。

选好卖出点，并不意味着股票上涨就要卖出。如果采用的是低市净率策略，你可能发现即使股价猛涨，其市净率仍低于市场水平，这是因为其账面值也在持续增大。一只股票的市净率经常会多年保持在低水平，哪怕价格上涨了二三倍，市净率仍很低。这同样适用于其他三种逆向投资策略。

另一个问题是，对于一只表现不佳的股票应该持有多长时间？投资者经常会爱上手中的股票。我见过很多投资组合，舆论层面上充满了各种利多表现而且回报率很低，早被市场抛弃的股票。

同样，对于这个问题有很多答案，但我认为2～2.5年是足够长的等待期（对于收益下降的周期股，可以延长到3～3.5年）。如果在这段时间之后，该股票仍不令人满意，果断卖掉它。投资大师约翰·坦普顿（John Templeton），采用的是6年等待期。你要遵守自己确定的时限，不要犹豫不决。

另外一个重要的法则是，如果股票的长期基本面出现明显恶化，应该马上卖出。不管研究报告怎么讲，总会有坏事情出现，并使公司或行业前景产生戏剧性的恶化。我说的不是行情差的季度或暂时的突发事件，而是损害到公司前景的巨大变化，就像金融危机对金融股的影响。在这种情况下，我发现马上甩掉包袱轻装前进的损失是最小的。

总结一下：不要固执，不要贪婪，不要害怕承担小亏损。在你买股票时做出决定，确定卖出的价格水平，并坚守这个决定。你有可能在高点损失几个点，但从长期来讲，得远大于失。

⊖ 通常，随着价格的长期变动，股票在投资组合中的比重也会有所不同。当股票被卖出的时候，增加新的股票会让股票的比重更加平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用折中的卖出策略可能引发一个问题。假设你的组合中有 30～40 只股票，而且你又发现了一只高于指标的新股，其交易价格低于我们确定的逆向投资比率。换股是可以的，但要牢记组合保持固定数量的原则：每次买入一只，就得同时卖出一只。由于你在换股时融入了很多考虑因素，所以出错机会更多，这种做法要尽量少做，以免过度交易。或者像赛马参与者喜欢说的那样：“远离闸门。”

我遵循了多年的一个附带的法则是，不要因为一只保持高市盈率的股票出现收益下跌而卖出，这种收益下跌或者是因一次性费用支出或者是由于商业环境的临时变化所致。自 2007～2008 年市场崩盘以来，我一直在深入思考这个法则，并改变了想法。除非你肯定地知道这只是一次性支出，以后不会再发生，否则最明智的做法是马上卖出。崩溃让我们看到的是，一次性支出总是演变成一系列支出的开始。“一次性支出”损害了金融行业，伤害了许多价值型基金经理的客户，包括我自己的客户。如果你仍然喜欢这只股票，等公司恢复赢利能力之后再买回吧。更多的反思让我想起，在构造低市盈率组合时，我们的计算机模拟程度经常会放弃在某个季度无盈利的股票，就像我们这里所做的重新估值。

检视了这些新的重要风险和机会之后，让我们转向一个需要立即关注的话题，即用一个更好的风险理论替代当今的破产理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章
Chapter14

更好的风险理论

风险既可以是妖妇，也可以成为万能的神灵。无论是在赌场还是在市场，风险伴随着我们，并提供令人惊讶的回报。当我们赚钱时，并不会装进口袋里离开，而是会继续玩下去，经常是把赢到手的又输了回去，甚至还会输得更多。

历史跟随着那些赢得战争的伟大的将军们不断周而复始地发展。想想拿破仑、罗伯特·李、欧文·隆美尔。在文明世界，投资界媒体会采访那些在3个月、一年内有出色表现的基金经理、分析师和投资经理。他们说出的每一句话，不管多么没用，都会被奉为新的真理，直到概率法则导致其业绩变差，就像杂耍表演中有一只长长的钩子再次把他们拉下舞台。新的明星以类似的短期投机记录在观众的呼声中取代他们。但是这幕战胜风险大剧仍在继续上演。

我们大多数人对风险的态度都有点前后矛盾。我们喜见落后者的胜利，不断支持他们，当他们击败了胜者时，我们会很开心。但如果是在市场上，我们不想这样做。我们想和赚钱的机会在一起，机会越大越好。唯一的目标，自然是跑赢市场。现今的麻烦在于，在如此复杂的情况下，我们经常难以确定机会有多大。

在有效市场理论中，风险看上去非常简单。风险先生，也称为波动性先生，是一位真正的正人君子。他确切地告诉了你，他是谁、做了什么。几十年来，我们喜爱他，因为他像小提琴调音师拨动琴弦一样，告诉我们风险的大小，以便我们可以精准地调整投资组合。可惜的是，我们以为从开始就已经把风险魔鬼关进了笼子。

然而，后来情况开始变化。我们在新的更艰难的投资世界里渐渐发现，波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性先生并非像他声称的那样。实际上，他开始看上去更像一个狡猾的自作聪明的家伙，他把投资者指挥得团团转，当听从他的推荐却未得到承诺的回报而去质问他时，他反而会威胁他们。

让我们用稍微技术一点的说法翻译一下。正如我们讨论过的，贝塔值和其他波动性指标被当做风险的客观测量方法被引进，声称不再需要混乱的不准确的人类猜测，贝塔值更是成为有效市场理论计算风险的试金石。一切看上去都不错，直到股票市场的长期业绩数据把一个小问题变得越来越明显：较大（或较小）的波动性与实际回报并无相关性。波动性先生的数字不灵了。是的，他不仅能言善辩，还提出了一个精美且容易理解的理论，大多数投资者都乐于依据这个理论构建组合。但他遭遇了和 150 多年前赫胥黎反驳达尔文的进化论一样的处境。赫胥黎以创世论者的思维方式提出："科学的大悲剧——在漂亮的假说背后是丑陋的现实。"

我们在第 2 章看到，假如数据不够多，未经验证的关于风险的经济理论在风险行为的情绪研究面前受到迎面撞击。经过实验，情绪研究发现风险和收益是负相关的。承担更大的风险，结果是收益低，而非更高的收益。相反，承担较低风险反而获得了高收益。这些发现直接与作为有效市场理论核心的风险观相悖。

最后，在狂热高潮阶段买入激进的股票，这些股票被标为低风险，而实际上波动很大，至少部分地表明了近期的情绪研究的有效性。从开始的时候，那个关于风险的假说看上去脱离现实，随着时间推移，它的问题变得越来越大。现代风险理论再次受到了质疑。

尽管如此，正如我们之前讨论的，当波动性作为风险的最佳度量指标无法得到证明的时候，它的倡导者不是放弃这个概念，而是改变波动性的算法以求找出风险和收益之间的新的相关性。他们不断提出一个又一个新的风险模型，但如我们所见，没有一个是可靠的，最终这个方法论是值得怀疑的。同时，留给我们的关于当今投资世界的一个最突出的问题是：大多数投资者依赖的风险分析是华而不实的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从雕像被推倒说起

我们大多数人都记得，1989 年苏联解体后，东欧到处都在清理斯大林雕像。小型雕像由工人们用绳索拉倒，大一点的用拖拉车和重型建筑设备处理。俄罗斯的前景不明，但是不会再走回头路。看到这个现象，我们也许会问：如果波动性被推翻了，谁会取代它的位置？本章的精华是提出能在许多困难场合有效使用的风险测评方法。

让我们从被旧的风险范式忽略的关键要素开始，我们将看到它们上百年来的危害。更重要的是，我们也将看到投资者和经济可以让大多数的损害就此终止。

是的，除了贝塔值，生活还有很多东西。我们可以开始把对今天的投资者更好的东西聚拢起来。让我先看看风险因素，正如我们看到的，在近几十年里对我们的投资组合带来了显著的破坏，但到今天为止，这些风险因素已基本上被投资者忽略了。

第一个金融启示：流动性

我们先看看投资者当前面临的一个最严重的风险：对流动性的不恰当的理解和处置。在第 5 章，我们检视了几乎完全缺乏流动性的情况在三次大崩溃中所起到的关键角色，导致了流动性差的股票和期货价格剧烈下跌，引发了市场恐慌。

缺乏流动性并不是一个新风险。这可能是自市场诞生以来就一直存在的。在 19 世纪的英格兰和其他一些国家，有关流动性短缺的哪怕一点点流言蜚语，都会引发储户涌入银行并提走他们的钱，导致银行陷入倒闭。当然我们都听过 1933 年银行停业的事，排着长队的储户，等着取出所有可以取走的钱。

缺乏流动性当然不只是对银行造成损害，一个例子是近几年来对房地产住宅公司的贷款。由于银行和其他商业借贷者为地产商提供的大部分是信用贷款，如果贷款额被大幅削减或不再续做，借款人通常会陷入财务困境。只能要么处理掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库存，以大甩卖价格出售，当价格下跌太剧烈时，甚至会破产（第 11 章），要么和银行做一些于己不利的交易。同样的情况过去几年也在一些商业物业贷款上出现过。

从 2007 ~ 2009 年，那些创造了绝大多数就业岗位的美国公司，特别是那些雇员人数少于百人的小公司，遭遇了两方面的问题：因为银行不支持扩展其业务的资金而无法多雇人，而且由于无法获得之前长期依赖的信贷支持还得收缩经营规模。尽管次贷危机的影响巨大，但流动性缺乏的严重性远远超过次贷问题，这是一个持续的问题，即使对于较安全和健康的公司也是如此。

我们在本节关注发生在流动性充裕阶段的损害。那时，银行和其他金融机构大幅放宽了贷款标准。如我们所知，次级抵押贷款的标准低得可怜。对冲基金和其他贷款机构为贫困家庭提供了大量杠杆贷款。贷款机构对贷款抵押的有毒资产只做了粗略的审查。

我们也看到在房价上涨时期，如 20 世纪 80 年代晚期和 90 年代早期，银行对主要的商业物业项目的经济性未做仔细审查。由于银行在发放这类贷款时的激烈竞争，建造商承担了项目成本的 105%。这样的房地产泡沫从 20 世纪 60 年代开始，几乎每十年就发生一次。

结局是极其相似的：银行和其他金融机构恶梦醒来，突然发现那些项目并不像原先预计的那样有利可图。更糟糕的是，它们的流动性极差，除非给予大折扣，否则没有人想碰，借款人手中几乎没有流动资金，比如唐纳德·特朗普（Donald Trump，1992 年）案。在 20 世纪 80 年代末到 90 年代初的银行业危机中，非银行金融机构仍在享受着好时光。老布什总统组建了清债重组信托公司接收了流动性匮乏的银行和储蓄机构，为一些岌岌可危的机构注入了资本金。银行股下跌了 50% ~60%，房地产业崩盘了。

随着 1999 年 11 月《格拉斯—斯蒂格尔法案》被废止，导致了更自由的银行信贷，缺乏流动性开始变得越发严重。然而，绝大多数银行和专业投资者却完全忽视了这种风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性不产生流动性

正如前面讨论过的，流动性在1987年市场崩溃中扮演了关键角色。一个严重但很少被意识到的问题是，流动性可能随市场条件改变而显著改变。有效市场理论假定“流动性产生流动性”，意思是说，当价格下跌时，买方会自动出现。然而，没有证据显示这个假说是正确的，反而有大量事例表明，在市场严重收缩时期，面对剧烈的价格下跌，流动性会枯竭。在1987年市场崩溃的时候，标普500指数期货市场也出现过这种情况，至今这个未经检验的假定仍被当做市场的基本原理。其他的崩溃案例，比如2010年的闪电式下跌和2011年7～9月的市场恐慌，也清楚地显示了流动性不会产生流动性。相反，随着股票或指数期货的急速下挫，流动性会快速减小，最糟糕的时候几乎会枯竭，正如上述例子所示，导致更大幅度的下跌。这里有一个新的心理学指导原则。

心理学指导原则28（a）：股价快速下跌时，流动性不会增加，情况正相反，在快速下跌的市场，流动性可能显著减小。股票或其他金融工具的流动性越差，对价格的负面影响越大。

心理学指导原则28（b）：当股票或其他金融工具也在快速上涨的时候，流动性增加通常发生在快速上涨的市场。

第二个金融启示：杠杆

杠杆可能造成的损害与流动性不相上下，其高倍率是造成崩溃的主要原因。和流动性一样，由于与情绪效应和其他心理力量的相互作用，杠杆也难于掌控。正如我们看到的，如果流动性和杠杆一起发力，比如1987年市场崩溃和2007～2008年的情况，以及长期资本管理公司破产的例子，结果都是毁灭性的。正如心理学指导原则29提出的警告，保守型投资者应该回避杠杆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于杠杆，有一点必须重提：买入标普 500 指数和其他金融期货需要具有比股票更小的安全边际（对冲标普 500 期货要求 7% 初始边际，而购买标普股票的边际则为 50%），这比美国国会对 1929 年那场崩溃提出的 10% 的边际还要小。实际上，1934 年国会同意由美联储对股票设定边际要求。从此，美联储开始对股票购买设置 50% ~100% 的边际。允许芝加哥商品交易所和其他交易所设置低达 7%（1987 年崩盘之前是 5%）的边际，这鼓励了市场更大的投机和波动性，并在 1987 年和之后的股市大跌中得到了充分体现。

流动性和杠杆：死亡组合

我们不太可能很快忘记 2007 ~2008 年的金融恐慌，流动性和杠杆起了重要作用。这是现代金融史上更大的一次信用危机。高杠杆率和严重的流动性几乎摧毁了整个金融系统。从 1929 ~1987 年的各次市场崩溃中，杠杆和缺乏市场流动性都起了推波助澜的作用。

如何保护自己陷入流动性困境

由于流动性不足有多种多样的形式，所以很不幸，我们没有一个适合所有问题的答案。在市场崩溃中，只能拼力顶住，没有其他选择。当市场意识到崩跌是由流动性驱动的，股价通常都可以快速恢复。1987 年就是如此，在一年稍长的时间里，之前由流动性造成的损失都弥补回来了，在 2010 年的闪电崩跌中，股价当天就收复了大部分失地，其余损失也在当月弥补上了，所以在一个由流动性驱动的市场崩跌中，不要卖出你的股票。

如何处置流动性和杠杆

不幸的是，在上升的市道中，无论是流动性还是杠杆，都极具诱惑，很难抗拒，特别是在很容易得到信贷的时候。我们越是喜欢流动性不足的股票、债券，且回报率越高，买入的诱惑就会越大，采用更高的杠杆推动价格上涨的意愿就更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强。使用太多杠杆和流动性太差，看上去是强正面情绪效应的副产品。它就像是心理诱惑，以至包括对冲基金、银行、投资银行等很多机构投资者都失去了免疫力。

抗衡流动性和杠杆问题的唯一方法是，严格限制杠杆比例和缺乏流动性的证券的持有量，特别是这些证券处在同一个市场领域。对大多数人而言，痛下决心戒掉坏习惯是个好主意。有一个既适用于20世纪20年代又适用今天的心理学指引：

心理学指导原则29：谨慎的投资者应远离杠杆和边际，在组合里只持有很小一部分流动性差的股票。

下面列出了一些需要防范的陷阱：

1. 如果你打算介入期货，确保不要超出自己的能力。首先要决定想买或卖出多少股票，比如2万美元，而可供选择的最小合约是20万美元，请赶紧走开，不然你会买入10倍于自己想要的数量。你会惊讶于为什么那么多人会因为不遵守这条简单的规则而毁了自己。

2. 要警惕那些用概念包装过的产品、复合的抵押贷款以及其他一些由对冲基金、投行或银行提供的复杂产品。这些机构作为合伙人通常在这些交易上赚取巨额收益。多数情况下，这些产品的流动性很差，收益不理想。问问银行家或经纪人，他们的机构打算投资多少，如果他们闪烁其词，你不必惊讶。

这类产品有一个共同特征，即几乎没有清晰的定义，你会被告知能获得高回报。我从不买这些产品是因为其费用远高于股票佣金。一些产品加上年费会占到收益的20%。更重要的是，我觉得这些产品不太可行。除非你喜欢没有任何过往记录、没有流动性、收费高的金融产品，我建议最好回避。令人奇怪的是，很多拥有高净值的投资者沉湎于这些产品。希望你不会这样做。

3. 无论是买入刚发行的还是从他人手中转让，在买入交易量很小的产品时都应格外谨慎。你可能会再次陷入成本高昂的流动性问题中。确保当你买的时候，市场上至少有几个做市商，不要持有超过每日交易量几个百分点的仓位。

4. 远离有毒的衍生品，比如欧洲股票认购（沽）权证，它们经常是由美国经纪人发售，通常比美国交易的衍生品昂贵，而且在你想卖出的时候也很难脱手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 如果你不了解债券、对冲基金或其他证券，不要买。不管收益率是多么诱人，保护好你的本金。你会发现更好的机会总会到来，有可能比你想象的更早。记住，买入 AAA 或 AA 次级债券的人，每 1 美元的损亏也达到 70 美分。当情况很好的时候，损失的机会仍然很高，而收益最多也不会高过 2～3 个百分点。

其他风险因素

当有效市场理论将关注点聚焦于波动性时，这样做排除了已经被遵循了几个世纪的风险分析指引。关于风险的谨慎的证券分析理论，大部分来自格雷厄姆、多德和其他几位先驱的金融学者，但并没有得到市场的重视。对有效市场理论的信奉者来说，他们会想，为什么要为此烦恼？这些都已经包括在波动性中了，这些是完全不重要的。

我们现在必须让这些早已形成的风险评估原则复活，它们在确定风险类型方面更有用，包括：

1. 缺乏流动性
2. 过度使用杠杆
3. 债券风险控制技术
4. 股票风险控制技术

波动性则完全忽略了这些。本书不会详细讨论股票和债券的控制方法，这超过了本书的内容范围。大部分方法可以从格雷厄姆和多德的《证券分析》（第 6 版，2008 年），以及其他几本关于这个主题的好书中看到，它们为你提供了所需的基础知识。这些原理十分重要，而且在几十年里都没有很大变化。

下面我们看看一些未来几年应特别注意的新风险因素。

第三个金融启示：通胀

我们快速浏览一下关于风险和风险造成损失的历史。弗兰克·奈特（Frank

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

H. Knight）是芝加哥大学经济学院的联合创办人，在其创造性著作《风险、不确定性和利润》（1921 年）中写道，风险和不确定性之间存在巨大区别。按照他的说法，风险是“对测量很敏感的量”，而不确定性是无法测量的。

按照他的定义，风险适用于各种博弈、赛马、赌球以及许多风险可被计算的活动。不确定性适用于收益或亏损的方向都无法确定的场合，比如战乱时期的股票价值、做空期货或衍生品的仓位、房地产投资的杠杆等情况。

不管怎么说，在过去 60 年里，最危险的新风险是通货膨胀。通胀会从很多方面侵蚀我们的财富。过去我们不关注通胀，是因为几个世纪以来价格上涨并不常发生，在美国独立战争和南北内战期间，价格仅有小幅上涨，同时期的海外情况也基本如此。1802～1807 年通胀只有 0.1%，1871～1925 年，也只有 0.6%。

当多数国家还在采用金本位的时候，大多数政府和企业债券在到期时，可由持有人自行选择以现金或黄金赎回。即便通胀几乎为零，马萨诸塞州高等法院塞缪尔·普特南法官 1830 年引入了“谨慎人”法则，作为财富管理的重要原则已有 150 年历史了。一个谨慎人不做投机（根据普特南的说法），他指导受托管理人观察“谨慎、聪明的人如何管理他们自己的事务”并采取相应的行动。所以，在持有债券的时候，买一些优先股和蓝筹股是有道理的。

但是，风险像只狡猾的野兽。通胀是主要的武器，束缚了我们的资本，偷偷地一次次躲过我们的防线。遵循普特南法官“谨慎人”说法的投资者在第二次世界大战后受到了通胀的困扰。任何人在战后投资 10 万美元买债券，以今天的购买力可折算为 1946 年的 28 万美元。当然，这是税前收入，1946～2010 年的平均所得税率是 60%。在经过通胀和税收两位“骑手”的冲击之后，那些缴纳了最高档所得税的投资者或其经纪人，2010 年所持的债券价值就只剩下 1946 年购买力的 27% 了。

法律经常落后于经济和金融变革几十年，很多投资者和他们的经理人仍然继续遵从在普特南那个时代适用的严重过时的原则。真相是第二次世界大战（以下简称二战）之后，遵循这个很久以来都有效的“谨慎人”法则，导致数百万美国人的财富被毁于此。风险这次以快速涨价的形式，越过了普特南精心设计的资本保护法则的核心，变成了投资者正在面对的并将在 21 世纪继续面对的最重大的危害之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们接下来转到如何妥善处理股票和债券市场的风险。

超越“谨慎人”原则

在二战后，通胀第一次永久性地驻留在投资环境里。在这个剧毒的细菌面前，没有什么东西是安全的，其最大受害者是那些通常被认为是最安全的投资：存款账户、短期国库券[⊖]、长期国债、企业债券，以及其他一些固定收益证券。少数公司可能会在正常阶段出现经营困难，而在金融危机期间的处境要差得多，正如我们现在所经历的情况。对大多数投资者来说，随着时间推移，通胀的风险要比信用风险带来的损失大得多。二战之后的价格飞涨极大地改变了股票、债券和国库券的回报配比。

股票风险更大？

过往的智慧，正如我们从普特南法官的“谨慎人”原则所看到的，认为随着时间的推移，债券的风险小于股票。企业债券持有人毕竟要比股东的财务风险小，如果企业遇到财务问题，可以削减股东分红，但是要支付利息，而且在债券到期时还需要偿还本金，否则就是违约，债权人将会从企业拿走所有值钱的东西，而作为股东则有可能一无所获。在二战前，投资者不得不面对的主要风险是债券或企业可能会破产。在那个时代，通胀风险不是人们关注的焦点。

战后的通胀飙升把所有的风险计算搞得乱七八糟。在 1945 年以后，股票的回报率随着时间推移经常超过了国库券和债券，三种金融投资之间的差距大幅拉大。如果投资者在 1946 年投入 10 万美元买短期国库券，2010 年在扣除了通胀之后的价值只有 13.3 万美元，收益率只有每年 0.4%。以这个速度增长，160 年才能让投资翻倍。债券的表现稍好，1946 年 10 万美元会在 2010 年底变成 28 万美

⊖ 短期国库券，也称为短期国债，以区别于长期国债。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，年增长率为1.6%。[⊖]作为对比，1946年投资10万美元买股票会赚得盆满钵满，届时会变成602.5万美元，是投资短期国库券的45倍和债券投资收益的21倍（税前）。因为后两类随着时间推移会很明显的负收益（收益减少），税后收益的差距会更大。

我们看到，自从二战开始，通胀和税收已经极大地侵蚀了短期国债、存款和企业债券，然而很少有投资者在计算风险时考虑到股票相对债权证券的优异表现。尽管股票投资在65年多时间里取得了超卓回报，直到本书撰写的2011年9月，资本仍然在从股票和证券基金流出，流入了国债（短期收益率只有0.05%），以及回报率1.9%的10年期国债和2.9%的30年期国债。在最后一章，我们将看到为什么流向债券和短期国库券可能会变成灾难。

风险转化为收益

表14-1显示了1946年以来30年时间间隔的经过通胀调整的股票、债券和短期国库券的收益情况。如表所示，持有的时间越长，股票的回报率与另外两者的差距越大。第1列第1行显示持有1年股票的平均回报率是6.5%（调整通胀后），这是1946~2010年间的均值。持有5年股票的投资回报率达到年均37.1%，10年的回报率达到年均87.9%，30年的回报是6倍以上。而对国债和短期国库券来说，攀升的速度慢如蜗牛爬行。10年后债券（第2栏）经过通胀调整后的收益增加了17.2%，30年后仅增加61%。短期国库券的回报增长率更低（第3栏）。10年后经过通胀调整的增幅是4.5%，20年后的增幅是9.2%。

表14-1 除去通货膨胀影响后的复合回报率（1946~2010年） （%）

持有投资组合的年份	回报			股票高出的百分比	
	股票	债券	短期国债	债券	短期国债
1年	**6.5**	1.6	0.4	63	68
2年	**13.4**	3.2	0.9	67	73

⊖ 两项都表示的是除税前的金额，同前面一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

持有投资组合的年份	回报			股票高出的百分比	
	股票	债券	短期国债	债券	短期国债
3 年	**20.8**	4.9	1.3	71	79
4 年	**28.7**	6.6	1.8	73	77
5 年	**37.1**	8.3	2.2	74	75
10 年	**87.9**	17.2	4.5	84	82
15 年	**157.5**	26.9	6.8	94	88
20 年	**252.9**	37.3	9.2	98	100
25 年	**383.7**	48.7	11.6	98	100
30 年	**563.0**	61.0	14.1	100	100

Source：©David Dreman，2011. Data Source：Ibbotson ® SBBI ® Classic Yearbook 2011.

你可能会说：“这还算不错，而且股票的波动很大。股票在长期能跑赢债券和短期国债多少呢?”这是一个好问题。随着时间推移股票会胜出，这是一件事，但是，正如约翰·梅纳德·凯恩斯曾经说的：“就长期而言，我们都会死去。”那么，在短一点的时间，当我们还能分享收益时，股票的表现会如何呢?

第 5 栏显示了 1～30 年里股票在不同时段跑赢债券的情况，第 6 栏提供了跑赢短期国债的情况。可以看到，在 4 年之后，股票领先速度（均值）明显加快。在 48 个月后，股票平均有 73% 的机会跑赢债券（经过通胀调整），跑赢短期国债的机会平均为 77%。在 15 年后，跑赢机会分别达到 94% 和 88%。如果超过 15 年，股票几乎可以 100% 跑赢债券和短期国债、在更长的时段里，股票无疑是三类投资中风险最小的。

让我们看看股票和债券在过往其他时间的表现。表 14-2 显示了在 1802～2010 年不同的时段，经过通胀调整后股票跑赢债券和国债的可能性。分析的是 3 个时段：1802～1870 年、1871～1945 年、1946～2010 年。在每一个时段，测量了 1～30 年股票跑赢债券、股票跑赢短期国债、债券跑赢短期国债的可能性。从表 14-2 看到，随着时间推移，股票跑赢债券和短期国债的可能性在增大。更重要的是，在二战后的 20 年内，股票跑赢债券和短期国债的差距要比前 145 年更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14-2 股票表现优于债券和短期国债、债券优于短期国债的频率，经通货膨胀校正（1802~2010 年） （%）

持有投资组合的年份		股票优于债券的概率	股票优于短期国债的概率	债券优于短期国债的概率
1 年	1802—1870	63.8	59.4	44.9
	1871—1945	57.3	61.3	58.7
	1946—2010	63.1	67.7	49.2
2 年	1802—1870	63.8	59.4	42.0
	1871—1945	60.0	62.7	65.3
	1946—2010	67.2	73.4	57.8
5 年	1802—1870	65.2	69.6	40.6
	1871—1945	65.3	69.3	69.3
	1946—2010	73.8	75.4	60.7
10 年	1802—1870	78.3	75.4	40.6
	1871—1945	80.0	85.3	76.0
	1946—2010	83.9	82.1	48.2
20 年	1802—1870	87.0	87.0	30.4
	1871—1945	92.0	98.7	74.7
	1946—2010	97.8	100.0	50.0
30 年	1802—1870	98.6	92.8	17.4
	1871—1945	97.3	100.0	76.0
	1946—2010	100.0	100.0	50.0

Source：©David Dreman，2011. Data Source：Jeremy Siegel and Ibbotson® SBBI® Classic Yearbook 2011.

对于 5 年期，股票跑赢债券的可能性在战前两个时间段是 65%，而在战后是 74%。对于 20 年期来说，股票跑赢国债的可能性是 100%，在 1802~1870 年间跑赢的机会是 87%，而在 1871~1945 年间上升到了 99%。

稍等，还有更大的。

第四个金融启示：税收

现在轮到税收出场了，它对债券、国债和其他固定收益产品的持有人都会带来影响。表 14-3 的格式与表 14-1 相同，但显示的是战后 30 年经过通胀和税收（采用联邦所得税 60% 税率）调整后的回报。[⊖]股票的年复合回报率是 4.4%（经过通胀和税收调整）。10 年后，投资者的资本金增长了 53% 以上，20 年后增长 135%。表 14-3 也显示了固定收益证券的税后回报率的下降幅度更大。最大的诱惑在于买入长期政府

⊖ 1946 年与 2010 年的平均最高税率相差 62%。在此我保守地采用了 60% 的百分比。我同样没有计入州级和市级所得税，这可使税率进一步降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券，和在 1929 年 10 月 24 日之前全仓买入股票，几乎是一样安全和有利可图的。如果投资者在战后用 10 万美元买入长期国债（税率以 60% 计算），他在 2010 年剩下的钱，只相当于原来 27 000 美元的购买力。是的，通胀和税收会吞掉 73% 的本金。

表 14-3 除去通货膨胀影响和税率后的复合回报率（1946～2010 年）(%)

持有投资组合的年份	回报			股票高出的百分比	
	股票	债券	短期国债	债券	短期国债
1 年	4.4	-2.0	-2.2	65	71
2 年	8.9	-4.0	-4.4	77	77
3 年	13.7	-5.9	-6.5	78	81
4 年	18.7	-7.8	-8.6	81	82
5 年	23.8	-9.7	-10.6	80	79
10 年	53.4	-18.5	-20.2	91	88
15 年	90.0	-26.4	-28.6	100	98
20 年	135.3	-33.5	-36.2	100	100
25 年	191.4	-40.0	-43.0	100	100
30 年	260.9	-45.8	-49.1	100	100

Source: ©David Dreman, 2011. Data Source: Ibbotson® SBBI® Classic Yearbook 2011.

对于短期国债来说，结果一样差，即便税率更低一些，情况也好不到哪去。最后，假设投资者投入 10 万美元买入蓝筹股，即“风险最大”的投资，税率仍以 60% 计算，在通胀调整之后，投资组合在 65 年间会增值到 160 万美元，这笔股权投资的价值是债券投资的 57 倍。

对于债券或短期国债而言，这是一曲挽歌。持有的时间越久，哀乐声越大。10 年之后，资本金会损失大约 20%（通胀和税后）。20 年之后，大约减值 35%，如是递减。后两栏显示了 30 年内股票跑赢债券和短期国债的可能性。4 年后，股票有超过 80% 的机会跑赢债券和短期国债，随着时间的延长，可能性会快速增大。15 年后，股票有近 100% 的机会跑赢政府债券，98% 的机会跑赢国债。尽管大多数人认为投资政府证券几乎“无风险”，其实这是一个失败者的游戏。

如表 14-1 和表 14-3 所示，普通股尽管在短期里是一个波动更大的资产，但在更长的时间里，能提供比短期国债和债券更高的回报。

这幅图画有什么毛病吗

正如我们看到的，现代投资组合理论的出发点是投资者从“无风险”资产中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得的回报，通常指的是国债。然后投资者兴高采烈地挑选出一个由无风险和有风险资产构成的组合，用波动性度量，得到一个最佳组合。麻烦在于，按照理论，国债是“无风险资产”，长期而言却是风险最大的资产。

很明显，学术化的投资理论中的假设与现实相距甚远。理性投资者应该关心储蓄保值增值的可能性，根据通胀和税收进行调整，还要考虑到退休和其他将来的需要。这是他们所面对的主要风险之一。因为满足退休、大学学费和类似需要的费用是未来的事情，大部分投资者的时间段不是几个月、几个季度或一两年，而是许多年。毕竟这是政府设立税收递延养老基金的原因。成千上万的投资者参与了 IRA 和类似计划。多数人的投资目标是如何让存款尽可能安全，直到当他们需要取出使用的时候。

大家已经看到波动幅度很大，主要的风险不是短期股价波动性的测量，而是你的基金的实际增长无法达到长期投资目标的可能性。对于投资时限为 30 年、20 年、10 年甚至 5 年的投资者来说，关注短期波动会产生不良后果。短期波动的量度提供了安全幻觉，但与通过长期持有股权或股权等价物（房地产、住房、高等级私募股权投资等）获得更高收益是背道而驰的。由此引出了另一个重要的心理学指导原则：

心理学指导原则 30（a）：为了长期投资成功，风险测量应采用股票、债券、国债和其他投资的长期回报率，对比的标杆基准应考虑到投资的预期持有的时间。

心理学指导原则 30（b）：采用短期风险度量作为长期投资表现的比较基准有可能导致投资者回报的显著损失。这是投资者当前承担的最严重的风险之一。

不可靠的国债

随着时间推移，股票可能跑赢国债和债券。但是，正如我们看到的，大多数投资者、信托人、法庭关注的仍是短期金融风险。而更有说服力和广泛存在的通胀和税收风险，最多被当做次要的考量因素。学术界的风险理论也接受了常规智慧，将国债视为无风险投资。但是金融学界，和大多数市场参与者一样，还未将“当前最大的风险因素是通胀导致投资的购买力减小”纳入其理论体系之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们进行通胀调整时，股票这类风险资产显然会变得更安全。除去通胀，股票投资每 10 年有可能翻倍，每 20 年变成 4 倍，同时在 20 年后有 100% 的机会跑赢国债，有 98% 的机会跑赢政府债券，这很难被称做"有风险"。[⊖]相反，被假定为"无风险的"资产，实际上随时间推移表现出了巨大的不断增加的风险。因此，我们必须将近几十年的高通胀对投资者的影响作为一个新的风险定义考虑进去，包括当代市场以及这些投资相伴生的其他各类风险。

测量风险的更好方式

那么有什么样的更好方式度量你的投资风险呢？商业和投资界有很多种定义，一个不错的起点是对实际购买力的保留和强化。投资的目标是在通胀调整以及扣除税收（如适用）的基础上让投资保值增值。

一个现实的风险定义，应承认资本会在通胀和税收的侵蚀下产生潜在损失，而且至少包括下面两个因素：

1. *你选择的投资在你打算投资的时段，资本得到保有的可能性。*
2. *你选择的投资跑赢同期其他投资的可能性。*

与学术界的波动性度量不同，这里的风险测量考虑的是未来的一个适合的时间间隔——5 年、10 年、15 年、20 年或 30 年，这段时间对资金有需求。市场风险在几个月甚至几年的时间里非常大，但是我们看到，在更长时间里它会快速减小。

表 14-1、表 14-2 和表 14-3 告诉我们，股票在通胀和税收调整之后跑赢债券和国债的情况，以及股票在任一时间段跑赢它们的可能性。细心的读者可能在这里提出另一个问题："好吧，相比债券和国债，我知道股票在长期的收益会不断增加。但是股票在好时光之后紧接着是几年的低谷期，在这段时间通过债券或国债获得收益的机会有多大？"

答案可见表 14-4 和表 14-5。表 14-4 显示了战后经过通胀调整，股票获得的

⊖ 第二次世界大战之后的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率由低至市场平均的 50%（第 2 栏）到高达市场平均的 150%（第 6 栏）的可能性，按 1～30 年分别列出。

表 14-4 股票获得不同程度回报率的概率

1.0 = 开始投资，经过通货膨胀校正后的数据（1946～2010 年）

	50% 的市场回报		100% 的市场回报		150% 的市场回报			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
持有投资组合的年份	股票投资组合的平均价值	概率①（%）	股票投资组合的平均价值	概率（%）	股票投资组合的平均价值	概率（%）	债券投资组合的平均价值	短期国债投资组合的平均价值
1 年	103	(62)	107	(55)	110	(52)	102	100
5 年	117	(70)	137	(59)	159	(43)	108	102
10 年	138	(73)	188	(63)	254	(43)	117	104
15 年	162	(75)	257	(59)	404	(37)	127	107
20 年	190	(74)	353	(52)	644	(26)	137	109
25 年	223	(93)	484	(51)	1 026	(12)	149	112
30 年	261	(100)	663	(42)	1 635	(0)	161	114

注：100 = 开始投资的资金

①这个概率是一个投资组合的价值高于给出的价值的可能性。

Source：©David Dreman，2011. Data Source：Ibbotson® SBBI® Classic Yearbook 2011.

表 14-5 股票获得不同程度回报率的概率

1.0 = 开始投资，经过通货膨胀校正和税率校正后的数据（1946～2010 年）

	50% 的市场回报		100% 的市场回报		150% 的市场回报			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
持有投资组合的年份	股票投资组合的平均价值	概率①（%）	股票投资组合的平均价值	概率（%）	股票投资组合的平均价值	概率（%）	债券投资组合的平均价值	短期国债投资组合的平均价值
1 年	102	(58)	104	(57)	107	(54)	98	98
5 年	111	(64)	124	(59)	137	(52)	90	89
10 年	124	(73)	153	(64)	189	(50)	82	80
15 年	138	(71)	190	(61)	259	(51)	74	71
20 年	154	(63)	235	(52)	356	(48)	66	64
25 年	172	(66)	291	(44)	489	(29)	60	57
30 年	191	(89)	361	(42)	672	(6)	54	51

注：100 = 开始投资的资金

①这个概率是一个投资组合的价值高于给出的价值的可能性。

Source：©David Dreman，2011. Data Source：Ibbotson® SBBI® Classic Yearbook 2011.

第 1 栏显示的是组合的总价值，或相对财富（学术说法）从 1～30 年的每一时段的组合价值，假设在 1946～2010 年这段期间，经过通胀调整，你只赚到了市场平均回报的 50%。这是非常糟糕的一种情况，稍后我们还会解释。第 2 栏表明了在 1946～2010 年每个研究的时间段，赚得超过市场平均回报 50% 的概率，除了很小的例外，一般来说这个概率是逐步递增的。所以，第 1 年以 100 为起点持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个组合，你有 63% 或更高的概率在 1 年后获得 3% 以上的增值（103，第 1 栏）。10 年后，组合有 73% 的概率（第 2 栏）增值 38% 以上（138，第 1 栏）；25 年后，你的投资有 93% 的机会增值 123%（223，第 1 栏）。因此，尽管将市场回报减半（这在大萧条期间也只发生了几次而已），仍能在长期获得丰厚收益。

第 7 和第 8 栏显示了债券和国债的累积回报。可以看到，在给定的时段，即便你获得的只是股市一半的平均收益，股票的表现仍优于债券和国债。再次强调，这是一个保守的情景模拟，因为如果你的投资长达 25 年，那么只获得正常市场回报的 50% 的概率接近于零。你有 93%（第 2 栏）的机会能做得更好。但是即便是在最差情况下，你在股权投资上的收益也好过在国债或债券上的收益。

当你延长持有股票的时间时，对比结果会更佳。随着时间延长，我们看到你的股票收益会很大。15 年后，组合将升值 157%，即相当于债券的 6 倍、国债的 22 倍以上。25 年后，你的净值是债券的 3 倍和国债的 4 倍，如此递推。并不是说你可以因此而一夜暴富，但这是令你的回报超过市场平均水平的合理的概率。如果你的回报是市场的 150%，如第 5 栏所求，这是债券和国债无法望其项背的。在这种令人开心的情况下，投资者得到的回报，15 年后几乎是债券回报的 11 倍，20 年后约为 15 倍。

看到了吧，即便是在差劲的环境里，股票在长期仍能比债券或国债提供更高的收益，在较好的情况下，表现还会更优异。做出将你的资金投放何处的决定并不难。

表 14-5 引入了税收（该表结构与表 14-4 相同），当然这会降低股票的绝对回报，但是对债券和国债的影响会更显著。再次看到，随着时间延长，在所有情景下，股票都大幅领先了债券和国债。

先看平均市场回报（第 3 栏），我们看到股票在 10 年间跑赢了债券 71%，股票获得更高回报的概率达到 64%。计入（第 7 栏）通胀和税收调整，债券实际上丧失了购买力。

国债在同一时段的表现甚至会更差。随着时间的推移，投资于 10 万美元买股票，资本金的增值要比投资债券高得多。10 年后，你的投资几乎是开始时的 4 倍。而同期的债券和国债却损失了其原来购买力的 40% 以上。

最后，我们简要说说 10 年里如果股票表现超过了其长期回报率会发生什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数投资者相信这种事在今天极少可能发生，但也有一些人，包括我自己，由于最后一章所述的原因，相信这是有可能发生的。如果这个梦想实现了，你的资本金在 10 年后会增加 89%，15 年后增加 159%。

采用更适用的风险分析

证据表明，在战后的通胀环境里，债券和国债在长期无法与股票匹敌。我尝试用两点回答持有股票（而非债券和国债）的风险有多大。首先，我问了战后从 1～30 年的时间里，经过通胀调整，股票有多少机会跑赢国债或政府债券（表 14-1）？扣除了税收之后的情况如何（表 14-3）？我们看到，在这两种情况下，股票都轻松胜出了。时间越长，领先也越多。在 3～5 年之后，国债和债券提供小于股票的回报的概率会更大。

第二，我在表 14-4 和表 14-5 中检查了持有股票但其回报比长期模式快速下降时的风险。再一次发现，假如这种情况发生（比如股票提供的长期回报只有正常水平的 50%），股票仍能在 5 年后大幅跑赢债类工具，而在 5 年之内的增幅也相当可观。

现在回到前面说过的应纳入好的风险定义的那两个标准：

1. *你选择的投资在你打算投资的时段，资本得到保有的可能性。*
2. *你选择的投资跑赢同期其他投资的可能性。*

结果是明显的：股票符合这两个标准。如果我们将这个风险标准用于战后年代，股票是风险最小的长期投资品种。假如你在 30 多岁的时候，比如设定目标是在 65 岁退休，因为你有 100% 的机会让资本金增值并跑赢债券和国债，所以你应该买蓝筹股。你跑赢债权类投资几倍的机会也很高。尽管不会一样多，对于 15 年来说收益仍然很高，而 4 年或 5 年的收益也相当可观。从风险角度看，债券和国债只在不多的几年里带来了不多的回报。它们不是你可以把未来寄托其上的投资，而且存在的时间也不到 65 年。

我们看到的是风险分析新方法的发展，在资金投入之前，更现实地评估投资者持有各类投资品的风险。这个风险分析不仅能让你确定跑赢或跑输其他投资品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的回报数额，也可以确定其概率大小，这种风险测评体系也适用于房地产估价、贵金属和其他投资，条件是你了解其长期表现。如果你想知道该如何投资印象主义艺术品、其他艺术品或收藏品而不是股权的话（比如，索思比拍卖行就有一个可追溯到 1960 年代的指数），《巴伦周刊》每期会刊登。

当然，这种风险方法还可以继续优化，让你可以更精确地在战后投资环境中评估风险暴露度。这个时代与旧时代已经截然不同。

我们可以清楚地从前面那些表中看出，从 1945 年开始，我们进入了一个新的投资世界。通胀和高税收对于固定收益证券的持有者产生了当期和持续的影响。[⊖]这种情况在战后没有导致股票投资回报的减少。事实上，由于股价快速上涨和分红，股票投资回报反而增加了。从 1949 年年中到 1961 年年末，道指上涨了 355%。

总之，从这些事件中大家可以学到一个关于风险的非常重要的教训，我们制订了一条心理学指导原则供参考。

心理学指导原则 31：由于高通胀和税收强烈利好股权投资、房地产和其他受益于此的投资，风险的结构已经发生了永久性的改变，使得债券和其他固定收益类投资品处于长期不利地位。

这种改变，如上所说，已经持续了 60 多年。但是由于心理原因，我们关注更短的时间间隔，很难对当前的风险做出反应。

第二，由于股票的表现是波动的，我们无法从心理上关注如此范围广泛的风险。即便随着时间推移，通胀对股价的影响是正面的，很多人还是无法清晰地认识到这个结论。我们为此订下一条心理学指导原则。

心理学指导原则 32：变化了的经济环境清晰地告诉我们，我们持有跑赢通胀的股票或其他投资品越久，收益越大。

这个发现几乎直接从本章的图表中得到。一个更进一步的心理学指导原则如下：

心理学指导原则 33（a）：应尝试忽略短期的市场波动。如果你想投资 5 年或

⊖ 固定收入指代的是所有固定利息的证券，包括政府债券、公司债券、信用债券和存款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更长时间，真正的风险并不是持有股票或类似的在长期升值超过通胀的投资。

心理学指导原则 33（b）：除非收益率很高，不要考虑把债券、存款或者低利率固定收益证券作为长期投资。从概率来看，它们是风险高的金融工具；持有的时间越长，风险越大。只考虑用其满足短中期现金的中转存贮的需要。

尽管这些表格清楚地表明了这一点，但是常规智慧改变得很慢。奈特教授对风险和不确定性的划分，给我带来了一个重要的经验教训。股票市场和债券市场的表现在短期内都是不确定的，但是随着时间推移，不确定性会转化为风险。如果风险回报是丰厚的，那么风险仍是我们的朋友，对于股票来说确实如此。我们必须记住的是，对股票和类似投资品来说，随着时间推移，风险会逐渐变成不断增加的赢利机会。㊀

关注短期会导致低于标准的回报。投资者最好是关注股票组合可能被长期持有的时段，而不是短期的波动性。

下面的心理学指导原则概括了这些发现。

心理学指导原则 34（a）：通胀和税收大幅降低长时间持有股票的风险。

心理学指导原则 34（b）：通胀和税收大幅提高长期持有国债、其他债券和存款的风险。

芝加哥大学的里查德·塞勒教授是行为金融学的先驱之一，他曾告诉我，他希望股票价格不要每天发布。他的理由是，股价的过度曝光，特别是在不好的时机催生焦虑，经常引发投资者做出愚蠢的决定。如果像人们对待房地产那样，不是每天都能得到报价，情况会好得多。塞勒是对的，如果我们能清晰地关注长期可能性，不要被短期事件影响，我们也许会过得更好。

这些结果值得思考，特别是我们在后续章节将尝试做一些预测，以及一些有关投资者未来结果的合理预测。注意，我说的是“合理的”。我们仍然生活在一个惊奇不断的世界，我最不希望投资者去做的事，是他们认为未来是一场结局已定的赌博。

㊀ 在过去65年里，只有一个时期股价连续15年没有上升，即1969～1982年。就算是在这个令人失望的时期，因为分红，总回报仍然有5%。股价到2000年时已经升至20多倍。而我们已经知道，相对来看债券的表现非常可怜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五部分
Part 5

未来的挑战与机遇

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章
Chapter15

用别人的钱赌博

欢迎来到国际知名的投行高盛。我们自豪地在这所全球最具投机性的赌城接待您。我们有衣冠楚楚、彬彬有礼的员工，他们是当今商界最有天分和聪明的员工，几乎每个人都拥有高级学历，有些人还有博士学位。他们受过良好训练，能够在你称做“赌博”的领域提供全方位协助。他们将随时向您提供在这个投资赌场里数百种游戏中任何一种专业服务。一些极少见的游戏机会，只有我们这里才有。我们的员工已做好充分准备，并很想让您了解您所选择的游戏的赢率，因此能帮您最大化您所要求的赢面。

我看到你正在走入装潢华丽的赌场，从门厅你可以看到很多让人着迷的游戏，其中有些是你以前从未见过的。参与者都很兴奋，桌上筹码堆积如山。你明智地决定玩一局自己拿手的项目，走到一台漂亮的红木轮盘赌盘跟前，放下一枚筹码，身着昂贵制服的英俊的荷官抛出那只小银球。轮盘开始转动，最后停在了绿区。你知道绿色一般代表1/37的机会，你决定选择红色，这样你有一半的机会赢钱。荷官再次抛出小球，轮盘转动后又停在了绿区。你知道停在这个区域的概率非常小，于是你继续选择红区。但是出乎意料的是，在前10次轮转中，有8次是绿区。

你决定冒一次险，把全部筹码都押在绿区。但是荷官移开你的筹码，重新推到你的面前。你抬起头问他为什么这样做，他礼貌地答复：“对不起，先生，绿色是禁止与赌场对赌的区域。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个赌场老手站在你身后观察着你的行动，说道："见鬼！这是个该死的轮盘，孩子。赌场花费了几年时间改造它。"他继续告诉你，是经过很多聪明的金融工程师的手才做到今天这个样子。起初每一次抛球只有几次会落在绿区，通过这些金融工程师的努力工作，小球落在绿区的次数不断上升。现在，每 10 次抛球有 8 次会落在绿区，这就是赌场想达到的结果。

"因为胜率是 35 比 1，所以赌场的利润丰厚。赌场还有很多收益不错的其他赌博项目。沿着华尔街走下去，就会看到那些赌场：摩根士丹利、瑞信、花旗，以及其他一大堆。雷曼和贝尔斯登的场地也很大，可惜它们已经倒闭了。"他如是说道。

你明智地决定离开，但还是想知道赌场是如何拥有那些优势的。在拉斯维加斯，这样的赌场一小时内就会关张，在过去的西部，出老千的经营者会被绞死。但是在华尔街却能赢得如潮的好评，而且你无法求助于监管机构，因为你知道他们也是为赌场工作的。

这个故事当然纯属虚构。我们都知道投资银行和银行并不经营赌场，至少不是直接的。故事的细节描述也是虚构的。所以，再往下读，你发现的任何相似之处只是巧合。

那么，这一次，还是他们吗？

救助咏叹调

"美国作为全球最强大的国家，何以会置身于如此恐怖的境地呢？"2008 年国会批准 7 000 亿美元问题资产救助计划（TARP）。不久，我在《福布斯》专栏文章里这样写道，"我害怕 7 000 亿美元救助，这是一次必要的恶，但它没让我得到投资者的那种良好感受。"这篇文章描写了我们所知的引发了历史上最恶劣的这次金融危机的那些事情。

公众仍然非常担心金融救助和金融危机带来的高失业率。更多的不满正在孕育，因为数百万人被赶出了自己的房子。让很多美国人愤怒的是，这场金融危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的所有“罪犯”都未受到刑事惩处，最多被罚款100万美元就逍遥法外了。最后的可能也是最残酷的一击，是那些几乎差点拖垮我们经济的金融高管，还为他们的所作所为得到了七八位数的奖金。茶党的兴起，以及2010年11月共和党代表在国会的压倒性胜利，清楚地显示了选民对建设性改革和就业不足的态度。公众意见是接近发生的真相，还是远离事实呢？

三个国会委员会（奇怪的是都是由两党议员组成的）取证了成千上万封电邮，召集了多次听证。在听证会之前，少有美联储和财政部官员就投资银行和银行接受救助做出解释。经过国会委员会的彻底调查，我们现在了解到了更多的实情。

我们知道了，在冲击来临的时刻，银行家对公众扯了弥天大谎，其贪婪程度可谓史无前例。是的，国会之前已经采取过防范这类蠢事再次发生的措施，但遗留了很多问题。为了找到可能引发下一次危机的原因，让我们快速检讨一下我们已经知道的事实。

首先，我们先看看美联储现任和前任主席以及前两任和现任政府高官的角色，然后再审视银行、投资银行和其他的关键参与者。这些团体没有一个可以被分离出来，为引发这次金融危机或大衰退承担责任。正如我们大多数人所了解的，各种因素的强烈反应，几乎引发了一场完美风暴。很多人不了解不称职、错误思想、鲜为人知的特殊利益集团的贪婪程度在其中所起的重要作用，这些都是引发危机的关键因素。

解决这些严重问题的方案已超出本书的范围，但是理解其内在影响，将有助于帮助投资者理解那些必须继续面对的问题。

主席先生

我可以向你介绍美国历史上最有经济权力的一个人物吗？不，他不是罗斯福或里根那类政治人物，但因成千上万的人将辉煌的经济活动归功于他，他无疑可被称为“先知圣哲”，人们认为是他拯救了美国经济和全球商业。我说的当然是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾伦·格林斯潘。他获得过经济学博士学位，并于 1987～2006 年间担任美联储主席。对华尔街而言，他就是投资者见过的最接近德尔斐神使的那个人。

在他任职美联储主席期间，看上去已经严重地被理想主义所驱使。正如众人所知，格林斯潘是安·兰德（Ayn Rand）的信徒，后者是《阿特拉斯耸耸肩》（*Atlas Shrugged*）一书的作者，很多自由主义的思想来源于她。在近 20 多年，格林斯潘深受兰德热衷自由市场、反对大政府思想的影响，他还为她的新书《资本主义：未知的理想》撰写了多篇文章。他早年还是金本位制的大力倡导者，对美联储调节货币供应量的权力颇有微词。他一直都很崇敬安·兰德，是放松管制的一位坚定的信奉者。她和他的母亲还参加了里根 1987 年夏天任命他担任美联储主席的就职仪式。

在他从政前的年代，他的理念较简单：管制是坏的，自由企业是好的。他甚至在《与媒体见面》（Meet the Press）节目上公开声称反托拉斯应被取缔。他不仅想全面否定“新政”，甚至想要撤销共和党总统西奥多·罗斯福 20 世纪 20 年代早期的解散托拉斯的工作。他的观点可以在这段摘自其 1996 年在美国银行家协会的讲话中充分体现出来：“如果银行不受监管，它们会承担自己愿意承受的风险，市场也将由此对其可靠性做出评级，并相应对其估值。”简单？是的。幼稚？是的。不过他却成功地推行了。实际上，他是如此成功，以至于对银行的放松管制，在 10 多年后银行和经济被摧毁中起到了关键作用。这位领导着美联储的人，在 20 年中从未考虑过现代银行的复杂性、规模和相互依存性。

格林斯潘看上去是一位 19 世纪 30 年代和 40 年代早期自由企业、市场放任的鼓吹者。在他眼里，他乐见的过去那些基本理念，在当今世界也是可行的。他的超级理想主义似乎没有让他意识到那时并非是最完美的时代。多数人生活在贫困中，50%～60% 讲英语的人口罹患营养不良症。童工现象到处都有，大多数人每周需工作 7 天。“不要周日进来，不要周一进来”的标语，经常可以看到被贴在英国工厂门口。散布全国各地的监狱里关着无钱偿债的债务人。在伦敦和一些工业城市发生了严重暴乱，抗议恶劣的条件。而“钢铁公爵”威灵顿，那位曾赢得滑铁卢之战的英雄，担任着首相一职。具有讽刺意味的是，假使格林斯潘生活在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那个“太平盛世”，他取得成功的机会也几乎为零，因为主要的职位都被上层人士所占。他在内心中还生活在19世纪早期。

幸运的是他出生较晚，才获得了巨大成功。格林斯潘在其职业生涯的巅峰时期被公认为有史以来最能干的央行行长。他是金融业的救星，被热情地称为“先知”或“神使”。他对金融和经济问题的理解，娴熟的处理手段，正如大多数人认为的，带来了世界的和平和繁荣富裕。

他的每个声明或演讲都会成为新闻事件，并迅速对全球金融市场产生影响。没有他参加或演讲的论坛不会被认为是重要的。他的肖像画售价高达150 400美元，和他共进晚餐需要花费25万美元。更重要的是，自从他就任以来，从罗纳德·里根到乔治·布什的每届总统以及大多数国会众参议员，无论是共和党还是民主党，都对其言听计从。

在他每次在国会发表主要意见之前，华尔街会猜测他要讲什么，并进行投机操作。他的演讲经常被电视直播，在讲话前，内容会分发给媒体。格林斯潘的演讲内容含糊难解，他的每句话被成千上万的人分析研究。

对我而言，他的声明不仅难解而且看上去与之前的说法有矛盾。当我向认识的其他基金经理提到这一点或在《福布斯》专栏写到他缺乏清晰性时，他们告诉我这就是每个重要的美联储主席通常采用的表达方式。还有人说，这就是圣哲讲话的方式。格林斯潘告诉那位知名的记者和政治作家伍德沃德，他希望借此保持金融界的平衡，让大家无法彻底理解他的行动，他将此称为“建设性的模糊不清”。

如果说他的讲话是模棱两可的，作为担任了近20年的美联储主席，他的行为却并非如此。正是他的所作所为，在这场史无前例的金融危机中起到了关键的作用。令人印象深刻的是，尽管他在关键事情的决策是一致和可预测的，而且多次重复出现，但是很少有关注美联储的人能掌握他的模式。

格林斯潘不希望有任何政府机构的外部监管存在，不希望美联储执行其监管银行和其他金融机构的很多应尽职责，或尽其义务为消费者提供保护。他坚信任何企业，无论规模大小、行业和环境差别，都会为了自身利益而约束自己的行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为。他的自我监管的思想主导了他担任近 20 年美联储主席期间的主要活动。

格林斯潘是工具主义者，他与财政部长罗伯特·鲁宾和劳伦斯·萨默斯（一位强有力的政治色彩深厚的哈佛经济学家，后担任财长），积极推动克林顿政府取消《格拉斯-斯蒂格尔法案》。该法案对商业银行与投资银行的竞争做出限制，从而大幅降低了商业银行承担的风险。取消该法案的发起者来自格林斯潘领导下的美联储，从 20 世纪 80 年代开始，美联储重新为《格拉斯-斯蒂格尔法案》做了一系列的解释，慢慢提高了银行向其他领域扩展的能力。

大量影响到多数美国人福利和生活的决定，是美联储高层和财政政策制定者基于个人意识形态做出的，却与选民的愿望相去甚远。

事情是如此简单？

格林斯潘也是“提倡解除衍生品监管的人”。在克林顿政府任期的最后一年，大量的常识丰富的人担心解除对衍生品的管制会导致其使用安全性的严重下降。反对者中有商品期货交易委员会前主席布鲁克斯利·波恩（Brooksley Born）。她试图监管衍生品，包括那些极其复杂的危险的信用违约互换产品。正是这些产品让美国国际集团翻了船，也差点毁了一大批金融机构和对冲基金。波恩遭到了来自财长鲁宾和萨默斯，对了，还有格林斯潘的强烈反对。他们几个人在 1998 年 4 月 21 日轮流建言要求将她解职。一则报道提到，萨默斯的说法，即便客气地说，也是非常武断的。波恩的立场导致她最终被迫离开了克林顿政府。

鲁宾和萨默斯在格林斯潘的强力支持下，推动了《2000 商品期货现代化》法案，克林顿总统在任职的最后一个月签署了该法案。有毒衍生品的去监管化对市场的影响是巨大的。克林顿 2009 年 4 月告诉 ABC 新闻，他在询问意见时接受了鲁宾及其亲自挑选的继任人萨默斯的建议。他说：“是的，关于衍生品，我认为他们错了，我接受了错误建议。”

大量知识渊博的财经人士在金融危机发生之前的几年就对衍生品的破坏力提出了警告。乔治·索罗斯，那位“打垮了英格兰银行”的对冲基金经理避免使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类合约，“因为我们真的不知道那些产品是怎么回事。” 费利斯·罗哈汀（Felix Rohatyn）曾在20世纪70年代将纽约市从破产边缘拯救过来，他将衍生品描述为“氢弹”。沃伦·巴菲特在2007～2008年市场崩溃前5年就有预见性地指出，衍生品是“潜在的大规模杀伤性金融武器，其危害可能是致命的”。这些警告和以往一样未引起足够重视。

从1990年开始，美联储连续4年大幅调低利率。更易获得的信贷和金融技术的快速发展导致了衍生品柜台交易市场的爆炸性增长，1995年的交易额达到25万亿美元，到2005年又增加了10倍。

格林斯潘在放松对衍生品监管上起了积极作用，而他从未看到任何风险，这与他坚定的理念——衍生品市场是无须监管而且必然运作良好的观点相一致。甚至在1990年中期，当衍生品丑闻冲击市场时，他的政策也从未改变。2003年，他在参议院银行委员会作证时说：“我们认为更多地监管那些衍生品交易合约是错误的。” 在2008年市场崩溃期间，他在乔治敦大学发表演讲，他说问题不在于衍生品本身，而是由于人们的错误使用——他们太“贪婪”了。圣迭戈大学法学教授和衍生品监管专家弗兰克·帕特洛依（Frank Partnoy）反驳道：“衍生品明显是这场金融危机的关键核心。”

格林斯潘在他的政策屡次失败之后仍继续推动放松监管的固执行为是引人瞩目的。所以，当我们快速回顾其他一些导致这场金融危机加深的关键决策时，应该提出的一个重要问题是，美联储在造成对经济如此严重的破坏之后，是否应该削减其权力。

相比格林斯潘对衍生品的态度，他在不采取措施减少房地产泡沫方面走得更远。

次贷问题不是始于2004～2005年，实际上，它可以追溯到差不多10年前通过的“1986税收改革法案”。该法案允许对基本住房和第二套房降低利率。而消费贷款的利率不能打折，这使得次级抵押贷款的成本比消费贷款低。对于那些因信用分类低而无法获得普通抵押贷款的人来说，这等于向他们开放了一个新市场。贷款可以得到了，但是利息更高，一些金融机构，大量涌入了这个更似非常有利可图的新市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直到 1997 年，有疑问的会计、高于预期的迟付和违约已经明显说明业内低估了贷款风险。1996 年这项新贷款的前 10 名发起者，在 2000 年只剩下一家。信用评级机构、美联储、监管机构和银行记住了这次教训吗？正如我们后来知道的，它们没有。仅在一年后，次贷需求再次骤增，而房价开始快速掉头向下，住房泡沫开始破裂了。

次贷雪球

在 1996 ~ 2000 年高技术泡沫破灭后，格林斯潘领导的美联储大幅降低了利率，并推行非常宽松的货币政策，为市场损失托底。在 2000 ~ 2002 年市场崩溃后，投资者大概损失了 7 万亿美元。美联储担心市场损失可能严重减少消费，影响商业支出，引发经济衰退。为防止这种情况，美联储从 2000 年中期开始连续 13 次调低联邦贷款利率，到 2003 年中期的时候，利率已经从 6.5% 降到了 1%。长期国债利率从 7% 降到了 4.5%。

2000 ~ 2002 年高科技泡沫破灭后，人们意识到尽管他们在市场上的损失惨重，但是通常占资产比重最大的住房却不是价格不变的，而是稳步升高。从 2002 年开始，住房市场的繁荣被触发，其副作用正如我们将看到的，成为几乎摧毁全球金融体系和导致 20 世纪 30 年代来最糟糕的经济环境的首要原因。

价值 12.5 万亿美元的新住房在 2002 ~ 2007 年完工投入市场。有风险的次贷发放远远超过了常规贷款，从 2002 年占全部抵押贷款的 6.6% 提高到了 2006 年的 21.7%。次贷业赢得大满贯。

然而，正如金融业经常出现的情况，真相无法在自我吹嘘的年报或季报的华丽篇章中看到，问题隐藏在不引人注目的后页的脚注里。期望真相永远不被发现。

赌场的新花招

抵押贷款现在发放给了只有极少收入和金融资产的购买者，房价飞升，买主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在排队等候加入这场盛宴。抵押贷款公司和房地产投资信托（REITs）与银行、投行是主要的次贷发放机构，都懂得它们现在碰到的也许是一辈子难遇的机会，积极迅速地投身于寻宝游戏之中。

次贷推广员受到强烈的物质激励去多发放贷款。很多抵押贷款经理（指代那帮基本上是寡廉鲜耻的抵押贷款信贷员，他们的道德水平类似于把最烂的二手车吹得天花乱坠的推销员）每年能赚到百万美元以上，外加奢侈的福利待遇。他们推销的产品臭不可闻，堪比经冷冻放置多天的腐臭的鱼。

抵押贷款发放机构的目标是让收入低甚至没收入、没工作的人，通过放松次级贷款和 Alt A's[一]的担保标准都买得起住房。贷款质量很少被关注。他们买的每样东西马上和其他类似的抵押贷款被打包出售给了客户。

是的，花旗、美国银行、美联银行、高盛、摩根士丹利、雷曼兄弟和贝尔斯登都是这场游戏的主要玩家。它们不仅从贷款银行买入抵押贷款，更是积极收购这些银行。这种垂直整合意味着更大的利润。[二]

然后，这些债券又经过了标普、穆迪和惠誉这类信用评级公司的评级。正如我们将看到的，评级结果远高于抵押资产池的质量水平。银行从评级机构得到的评级越高，抵押贷款越容易卖出去。没有人想去查看一下抵押的是什么，这些只是需要快进快出的商品。事实也是如此，其交易量有数千亿美元。

如果你感觉不对劲，我们马上查看一下，就会发现那些产品必将被证实会亏很多钱。让我们快速参观一下抵押贷款经纪人或贷款发放机构的办公室，那里有各种各样吸引人的东西诱惑贷款人跟他做交易。

"我们这里有'忍者'，卖得很快。"他可能这样说。"'忍者'是什么东西?"有人会问。"哦，实际上这是一个销售人员对一类抵押贷款的代号，指的是贷款人没有收入、工作和资产的抵押贷款。不过别担心，房地产市场火热，房价还会更高，都是很安全的。"抵押贷款经纪人可能这样回答。

[一] Alt A's 是指买家只需提供部分文件的抵押债券，其他的一些要求也很宽松灵活。

[二] 大部分抵押贷款经被抵押贷款的商家担保，很快转变成证券，然后以债券的方式卖给客户、对冲基金和其他各种买家，这个过程就叫做证券化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"看那边，"另一个销售人员会接着说："我们还有一种负分期付款抵押贷款，买'忍者'的客户最喜欢这个产品了。"这又是什么东西呢？其实非常简单！贷款人在两三年里无须支付贷款利息就可以马上住进他选择的住房。到了第三年末，加上高昂的利息，他欠下大约为房价的 140% 的债务。但是银行和那些抵押贷款银行家并不担心，他们把这些像烤热的土豆一样的抵押贷款转手卖给了机构买家。这些都会变成利润，意味着巨额佣金和年底数百万美元的奖金。

谁会把 20 万美元提供给一个口袋中分文没有的人并指望他 3 年后偿还 28 万美元？回想起来，答案依然很简单——就是我们，作为纳税人，我们救助了银行。

下面我们来到次级贷款销售大厅的最大的一块领域，这是可调利率抵押贷款（ARM）。通常客户会被很低的签约利率（诱饵）吸引，两种非常受欢迎的可调利率抵押贷款是 2～28 和 3～27。2～28 给予客户 2 年期 20% 固定利率，在之后的 28 年里将利率调高到 11% 或 12%。3～27 的客户前 3 年只需支付 30% 利息，之后 27 年的利率会达到 10%～12%，可调利率抵押贷款相当普及，占到 2005 年全部发放的次级贷款的 80%，即超过 170 万客户，是整个 2000～2007 年房地产繁荣期发放的次级贷款的 70%。

格林斯潘主席为次级贷款加盖了美联储的批准印章，声称这些贷款总是比固定利率抵押贷款便宜。由于常规的固定利率抵押贷款比次贷具有更低的隐性费用，到期给付成本可低至 6%，而次贷的到期支付成本却达到了 10% 甚至更高，所以我非常不理解他是怎样计算的。

再说一次，我们只是浅浅掠过次贷和 Alt A 这个领域，我希望你现在能对整体情况有所了解。次贷的很多借贷人都是无辜老百姓。他们被那些油嘴滑舌、熟知少数族裔和老年人心理的销售员骗得团团转，那些人几乎无法理解要他们签署的各种冗长复杂的抵押贷款文件。联邦调查局、地方政府和法庭已经处理了几千宗这类受害人的案子。安杰罗·莫兹洛（Angelo Mozilo），这位留着时髦发型、身着布莱奥尼西服、晒成褐色皮肤的全国金融公司前 CEO（这家公司也是最大的次贷发放机构），因欺诈罪在 2010 年 10 月被美国证交会罚款 6 750 万美元。

当然，在那些贷款人里也有投机者和小贩。如果有机会在上涨的市场里以小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投入获取大的回报，这就和用低价买股没什么大的区别了。对于推销员来说，如果他们想去做，有很多复杂的方法检查贷款人的信用以及支付利息和到期偿还本金的能力，但是他们很少那样做。从一开始，次贷业就存在着严重的问题。很多人甚至付不起2%或3%的优惠汇率，更遑论24或36个月之后4～5倍的利率。这个概念必定失败，事实也是如此。

美联储和监管机构在哪里

一个像格林斯潘那样的人能够在长达20年的时间里发挥如此大的影响力，这是一件令人不安的事情。

这位"神使"在担任美联储主席期间留下了辉煌业绩。在他领导美联储的这段时间里，发生了美国历史上最严重的两次金融崩溃事件：1987年和2000～2002年。[㊀]他也涉足了2000～2006年的房地产泡沫，并在其中担任了重要角色。紧接着发生了自1929年以来最严重的金融危机。在美联储的历史上，还没有哪位主席在任内发生过一次以上的市场崩溃。大多数主席任内甚至一次危机也没有发生过。

为什么这位"神使"和他的继任者伯南克从未发现抵押贷款的问题，而全国性和地方媒体从2006年起就一直不断报道这些问题？为什么他们没有意识到这是一个问题，直到几个月之后住房价格调头向下？

从2006年起，诺贝尔奖得主保罗·克鲁格曼和普利策奖得主格莱钦·默根森就多次详细提到了次贷问题。可能是格林斯潘觉得《纽约时报》对他而言太自由化了，毕竟他是一个公开承认的自由放任主义者。但是这个问题也被《华尔街日报》报道过，一些州政府也在采取措施禁止一些次贷发放机构的糟糕做法。格林斯潘承认直到2007年秋天，他都未觉察到次贷危机正在降临，这已是危机开始10个月之后了。不足的监管似乎得到了美联储的鼓励。甚至当格林斯潘终于看到

㊀ 公平地讲，1987年大股灾之时他刚刚任职不到几个月。但他是有效市场理论坚定的信徒，并且很有可能支持了那些导致1987年大股灾的政策。他在股灾之后的言论支持了这一看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机即将临头时，美联储仍未采取任何措施去制止那些明显有问题的借贷活动。实际上，美联储采取了行动阻碍北卡罗来纳和其他州对抗旗下银行的糟糕的抵押贷款活动。

早在 2000 年，格林斯潘拒绝了美联储理事爱德华·格兰利奇（Edward Gramlich）关于检查银行和次贷发放机构贷款活动的建议。格兰利奇多次提到后者的推销行为的危害性。作为次贷专家，他意识到主要危险是次贷市场即将崩溃，他大力推动更严格的监管，并多次向格林斯潘提示其必要性。但是天有不测风云。格兰利奇，这个时代真正的英雄，在 2007 年死于白血病。过世前他出版了一本名为《次级抵押贷款：美国最后的泡沫和崩溃》的书，对次贷危险发出了强烈警告。2008 年，当格林斯潘被问及为何未能提前防范这个危险时，他只是说："我后来发现犯了错，这让我感到惊讶和懊恼。"这个轻描淡写的表态完全无法弥补几百万美国人在危机和之后的余波中遭受的损失。

格林斯潘有权依照 1994 年国会通过的《家庭所有权和财产保护法案》规管贷款业务，但是他反对监管的信念如此强烈以至于固执地拒绝那样做。

2005 年这位美联储主席和他 2006 年的继任者本·伯南克完全错过了采取必要措施刺破这个泡沫的时机。更糟的是，美联储拒绝采取行动鼓励了那些活动，最终导致了成千上万的次贷借款人和大量贷款机构的牺牲。几乎在整个崩盘过程中，美联储的做法都是消极被动的。

等到美联储意识到问题的严重性时，已经太晚了。2007 年，即便泡沫已经开始爆裂，格林斯潘和伯南克两个人都还在继续发出安慰性的声明，声称事态如常。伯南克在 2007 年 3 月晚些时候说"此刻，次贷市场问题对更大范围的经济和金融市场的影响似乎是被控制住了。"在雷曼兄弟倒闭前的 3 个月，他声称："经济陷入'大转折'的危险似乎已经消失了。"

格林斯潘和承担略为次要责任的伯南克是如何铸成如此大错的呢？按照丹尼尔·卡尼曼的说法，在 2009 年美国国会就 2007～2008 年经济崩溃举行的听证会上，格林斯潘承认了他关于这个世界的理论是错误的。他本来期望和相信金融机构会保护其自身利益，因为它们是理性的公司，市场也是理性的，因此它们应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会去冒可能危及自身存在的风险。可是他错了，根据卡尼曼的理论，企业和经理人（企业和代理人）的利益目标是有差距的，企业对利润的目标是长期的，而经理人则更短视，其决策建立在职位提拔、高薪酬和奖金上面。正如我们看到的，经理人冒着这样大的风险并不会受到丝毫损失，他们毫发无损地逃脱了，而他们管理的公司却受到严重损失甚至一蹶不振。

卡尼曼的亲密朋友纳西姆·塔勒布（金融畅销书《黑天鹅》的作者）这样说："人们只是不愿意接受他们实际承担着巨大风险这个事实……格林斯潘，这位美联储前主席在任的时候，就像是闭上双眼驾驶着一辆满载着儿童的校车。"

不只是美联储的行动完全无法应对危机，美联储对经济脉搏的把握和严重的流动性危机早已深深地切入了国家金融动脉近 18 个月之久，它似乎完全未意识到 2008 年 9 月即将来临的崩溃。

美联储是否拥有足够的权力，这是一个颇有争议的话题。显然它的权力在流动性危机和大萧条期间没有得到适当运用。根据学识渊博的央行行长们，包括伯南克主席的说法，美联储在大萧条时期确实没有用好权力，但是在 2007 ~ 2008 年危机前几年在杰克·森霍尔举行的美联储会议上，伯南克暗示美联储的方法太过复杂，有可能再次引发毁灭性的金融危机。

具有讽刺意味的是，美国国会和奥巴马政府在《2010 金融改革法案》中授予了美联储更大的监管权力。这样的情景还会再次发生吗？有可能。伯南克过去一直推行着格林斯潘的政策，直到为时已晚。但是他在 2010 年晚些时候说我们需要更多监管，他的说法确实与 2007 年早期的大不同了。我不认为伯南克是另一个格林斯潘，或者他将继续推行前任的政策。但是如果下一个善变之人成为美联储主席会如何行事呢？无论他是信仰自由放任主义还是社会主义的理论家，从其对货币政策的影响来看，人们几乎无法限制他。

接下来让我们简要看一下美联储和前两届政府支持破坏性的非交易所交易衍生品带来的后果，以及在后"格拉斯-斯蒂格尔"时代对银行的过于宽松的监管。这使得银行家和投行家从中获取巨大好处，直到将他们自己和金融系统一起带到崩溃的边缘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的6 100万美元增长到2006年的2.08亿美元。从1998～2007年，其评估复杂金融产品的收益增长了令人惊讶的523%。标普公司评级服务的年收入从2002年的5.17亿美元增长到2007年的11.6亿美元。在2002～2007年间，其结构化金融的收入（主要来自债务担保债券）至少翻了两番，从2002年的1.84亿美元增长到2007年的5.61亿美元。

有趣的是，自大萧条以来最糟糕的金融危机是由几千宗3A次级贷款引发的，在这场崩溃之后，标普公司在2011年8月30日又授予3A评级给另一个次贷机构，之后又下调了1个月前对美国国债的评级。

在2000～2007年间，评级公司的股价平均翻了两三番，穆迪的股价已涨了6倍以上。但这是有代价的，如浮士德所说，评级机构把它们的灵魂出卖给了魔鬼。

银行和投行拥有一个巨大的不断增长的住房抵押证券市场，如果很好地加以开发，能从一个客户身上获得高额的承销收益和非抵押支持债券等商业票据类产品上得不到的高收益。银行家在前几年已经发现了解决方法：降低AAA、AA和A级标准，维持同样高的投资等级评级。这对买方很重要，很多买方按照规定只能购买投资等级的证券。

这种方法和那些问题酒吧所用的伎俩无异，在格兰菲迪威士忌或其他名酒里兑水，再装回原酒瓶中；或者像那些缺斤短两的药品批发商那样做。关键在于资信评级机构的配合。众多的承销商中有不少是华尔街最大的投行，包括美林、花旗、瑞银、美银、美联银行、高盛、瑞信、苏格兰皇家银行、雷曼兄弟、贝尔斯登，在房产抵押支持证券方面特别是与次级贷款评级机构有多年打交道的经验。它们威胁把业务转走以此要挟评级机构就范。从这点上看，这是一个火鸡活靶射击比赛，更准确地说，是拿顾客开刀。

借助最高评级，那些银行家把有毒抵押贷款卖给了毫无戒心的客户。这个产品给了银行家世上最好的东西：较高的收益（多数商品是垃圾）和很高的评级。销售直冲上几十亿美元的规模，银行家在这项业务上的利润达到了高不可及的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好戏才开场。一旦银行家拿到最高评级，它们就能卖给客户各种复杂的证券产品，比如债务担保债券和结构化的投资工具。从 2003～2006 年，需求大到了难以满足。还有哪里可以让保险公司、银行或者对冲基金、债务担保债券得到最高评级和如此巨大的收益？正如我们在第 5 章看到的，通过销售债券和其他信用产品、债务担保债券、结构化投资工具，对冲基金获得的回报是其原始投资的 30～35倍。它们的客户看到了每年 15% 或更高的稳定回报。

然而，这些银行家仍不满足于只赚几十亿美元，借助一些偷机取巧和内幕信息，他们销售的有毒资产还可以卖得更火。更复杂的衍生品被创造出来了，打着“新奇的”（exotics）和“合成的”（synthetics）标签。这还得感谢罗伯特·鲁宾、拉里·萨默斯和格林斯潘主席为推动通过《2000 商品期货现代化法案》所做的工作。

Exotics 是特别复杂的衍生品，通常由想做空某种有毒资产的银行发行，它们知道卖空的胜算很大。Synthetics 则让银行做空能找到的最糟糕的有毒资产，简单多次地复制这些质次东西的组合。由于不需要遵循规则，复制很简单。需要知道的只是财务细节、抵押池里的组分以及每月可提供的回报。做空有毒资产的筹码几乎和那些神秘的赌场里的筹码一样多。更大的不同是，这类赌局动辄以数十亿计，而一般赌场玩家只玩几千美元的赌博游戏。

这里有很多玩家，根据已经公开的和参议员及国会委员会调查金融危机的往来电邮，高盛是超级明星。高盛对市场上最糟糕的次级贷款和 Alt-A 抵押贷款的研究是非常出色的。它可以做空，在价格下跌时大赚一笔。为了获得最大收益，高盛不仅想找出那些最差的次贷发放机构（这样的不在少数），而且要找到最差的次贷产品。

为了做到这一点，分析师仔细检查了每个糟糕的次贷发行人的一系列获得高评级的次贷产品，他们的细致研究覆盖了数千个不同系列的次贷。不论它们获得了多高的信用评级，每个糟糕的次贷发行人的产品中，比如最差的“忍者”系列，结合了很高的负摊销比率或较差的期权，对高盛而言，这意味着更高的违约可能性。高盛的高度复杂、花销高达几百万美元的研究和交易团队还使用了其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的酒和衣料比英国便宜很多。但在英格兰，酒的生产成本很高，而衣料稍微便宜一些。既然在葡萄牙生产衣料的成本要比英格兰稍微低一些，那么由葡萄牙生产更多的酒以换取英格兰生产的布料，葡萄牙就会得到更多的酒和布料。英国由于生产布料的成本没有改变，而且能以更低的价格得到酒，因此也可以从贸易中受惠。所以每个国家可以通过专门制造有竞争优势的产品并卖给其他国家而获益。

在近 200 年里，自由贸易在经济、伦理和社会政治方面已成为经济学中最有争议的话题。美国近期的调研显示，高达 65% 的受访人反对自由贸易。令人惊奇的是，在高收入组，这个比例更高。

在近 10 年里，出现了有关自由贸易的大量新的理论，既有支持者也有反对者。比较优势定律受到了挑战，有些甚至是来自自由贸易的大量新假说。保罗·克鲁格曼写道："自由贸易没有过时，但它是一个已彻底失去原意的想法……自由贸易作为好的政策和有用的目标，在现实政治世界里还是有意义的，但它不再被看做放之四海而皆准的政策了。"

我们处在自由贸易的新时代？

美国仍存在对看不见之手加以限制的领域，尽管这种干预有时并没有多少效果。这就是自由贸易。李嘉图的思想在他那个时代是正确的，在远东和其他边远、不发达地区的人群不是国际劳动力的一部分。即便算上他们，把原材料运过去，再把半成品运回欧洲，可能将价格抬得特别高。在近 60 年里，那些国家的技术和熟练劳动力已经和 19 世纪早期的情况完全相反。便利的运输、技能熟练和受过良好教育的工人，机器能容易地移到任何国家，戏剧性地降低了在亚洲和其他地区生产的成本。

结果是像美国这样的高薪酬国家，与低收入国家相比，具有很大的劣势。2008 年美国平均时薪是 18 美元，加上每小时 3.6 美元的福利和 6.2% 的社会保障税，雇主要支付每小时 22.9 美元的人工成本。相比之下，2008 年中国平均每小时薪酬为 2 美元，印度尼西亚是 0.65 美元，印度是 0.41 美元，泰国是 1.67

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。

中国雇员每小时的劳动成本比美国低90%。事实上，美国平均每小时收取的社会保障税几乎是中国工人平均时薪的2/3，是印度工人平均时薪的3倍多。再往前一步，在一个充分竞争的世界，如果在美国有1.5亿个劳动者，在中国、印度、印尼和其他低薪酬亚洲国家有2亿劳动者，那么美国工人制造同样产品的平均薪酬，势必从每小时22.9美元大幅下跌到有竞争力的水平。

这是最糟糕的情景案例。当然，很多就业岗位显然是无法移动的，不过不幸的是，这里也包含了不少真相。这就是为何我们向海外外包了几百万个最好的工作岗位，而且以后还会继续这样做。李嘉图无法预知未来，大多数当代经济学家还没有重视这个棘手的问题。

首先，美国消费者和几乎所有国家的消费者一样，喜欢价廉物美的商品。这种需求促使了沃尔玛从45年前从一家小型创业企业成长为美国今天最大的连锁超市。“沃尔玛革命”已经扩展到了其他行业的数千个制造或销售低成本的产品的商业领域。

第二，低成本的外国劳动力能够让外国企业在很多行业保持竞争力。美国汽车部件制造商因国外竞争对手能够提供更低价的产品，已经多年处于劣势。美国三大汽车商不得不强迫大量供应商要么在亚洲设厂，要么被取消供应资格。在海外建厂成为很多工业企业的生存之道。

在其他行业，不断增加的成本压力，加上提高利润空间的愿望，促使美国企业使用海外更低成本的服务。在印度，英语是第二语言（经常成为第一语言），因此自然而然地成为了这类服务的提供者。印度为众多公司提供客户服务，从美航的订位、出发、抵达信息，到运通卡的信息服务，以及很多企业的客服热线，这些都显著拉低了美国职位的薪酬水平，而服务的范围还可以更广泛、更复杂：需要软件工程师的美国企业可以花1万美元把所需工作外包出去，而美国工程师的一年成本是8万~9万美元。经纪行可以在收盘后把一些部门的数据处理工作外包出去，然后在次日早晨开盘前拿到需要的结果。大量的日常会计工作也可以通过电邮发到印度，以相当低的成本很快完成这些工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

本书可追溯到两个已经争执了一个多世纪的阵营，每个阵营都有大批的杰出学者和专家为其摇旗呐喊，有些甚至是诺贝尔奖得主。他们都非常信服自己的理论，这些经过细心定义的科学记录被认为是解释经济和金融行为的唯一正确的理论。我说的第一个阵营是那些坚定地信奉我们能做出完全正确的投资决定的经济学家和金融学者。第二个阵营是行为学者，他们认为我们大多数时间能够控制自身行动，但是也经常会偏离理性轨道。幸运的是，我从很早开始就涉足了两个阵营。

我的父亲从事商品交易和投资，在我三岁时就带我参观了交易所。尽管他接受的是金融训练，但他相信心理在我们的决策中起了重要作用，并一直在寻找其原因。自然，我也受到这种思想影响，从上大学开始直到今天，我发现了它的优点。

在过去的几十年里，我得益于和很多杰出的金融思想家交流想法，他们包括《福布斯》的吉姆·迈克尔（Jim Michaels）、《巴伦周刊》的阿兰·艾伯森（Alan Aberson），以及美国许多出色的投资者。我还有幸不时与阿尼·伍德（Arnie Wood）和布莱恩·布鲁斯（Brian Bruce）就金融和行为金融进行深入探讨。阿尼是马丁格尔投资公司董事长，布莱恩既是《行为金融杂志》的编辑，也是希尔克莱特（Hillcreot）资产管理公司董事长。他们两位都是活跃的行为学者，也是高深的投资思想家。

在行为学阵营，我得益于熟识一些研究市场心理学的领军人物。我从保罗·斯洛维奇那里学到了许多行为心理学知识，我们交往的时间超过了30年，并有幸与他和阿莫斯·特沃斯基合作完成了一些学术文章。阿莫斯也是这个领域的奠基人之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ ... 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

价值投资与行为金融的融合精炼
实战技巧与金融理论的真知灼见

德雷曼以行为金融学为基础，用几十年来的经验数据、成功心得和失败教训，得出了独特的投资心理学指导原则，在前人的基础之上，完善并发展了极具实战性的"逆向投资体系"。

——马方业
《证券日报》副总编辑

德雷曼的表述深入浅出，通俗易懂，没有任何复杂的数学推演和深奥的理论阐述，而是娓娓道来，充满引人入胜的故事及经验总结。但是，并不因此就降低了该理论的应用价值，因为真理往往是简单朴素的。

——徐洪才
著名经济学家 中国国际交流中心信息部副部长

德雷曼不愧为逆向投资策略的大师，他用简明的心理学原理完善了这一投资策略。

——《纽约时报》

Contrarian Investment Strategies

扔掉所有的金融学术著作吧，仅看德雷曼的书就够了

——唐·菲利普斯
晨星公司主管

大卫·德雷曼总是鹤立鸡群，在他漫长的职业生涯中，德雷曼总是能在投资原理的土地里去粗取精，发掘隐藏的宝石，而且他也确实非常精于此道。通过寻觅不受欢迎的股票，回避受人追捧的股票，德雷曼成为投资市场的真正赢家。

——约翰·里斯
全球最大财经博客网站Alpha Seeking

收藏性：★★★★★
实战性：★★★☆☆
专业性：★★★★★

客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com

上架指导：投资/证券/股
ISBN 978-7-111-414
9 787111 414742 >
定价：59.00元